

JURIDISKE ASPEKTER VED SALG AV GARANTERTE SPAREPRODUKTER

Kandidatnr: 298

Veileder: Peter Hammerich

Leveringsfrist: 25. april 2005

Til sammen 16.563 ord

21.04.2005

Innholdsfortegnelse

1	<u>INNLEDNING</u>	<u>1</u>
1.1	PROBLEMSTILLING OG AVGRENSNING	1
1.2	RETTSKILDER OG METODE	4
1.3	OPPSUMMERING	9
1.4	DISPOSISJON	9
2	<u>DEFINISJON OG BESKRIVELSE AV GARANTERTE SPAREPRODUKTER</u>	<u>10</u>
2.1	AKSJEINDEKS Obligasjoner	14
2.1.1	KREDITTRISIKO TILKNYTTET AKSJEINDEKS Obligasjoner	16
2.1.2	INNLOSNING OG SALG AV AKSJEINDEKS Obligasjoner FØR FORFALL	16
2.2	BANKINNSKUDD MED AKSJEAVKASTNING	18
2.2.1	KREDITTRISIKO TILKNYTTET BANKINNSKUDD MED AKSJEAVKASTNING	19
2.2.2	INNLOSNING AV BANKINNSKUDD MED AKSJEAVKASTNING FØR FORFALL	20
2.3	ANDRE TYPER GARANTERTE SPAREPRODUKTER	20
2.4	AVGRENSNING MOT ANDRE SPAREPRODUKTER	21
3	<u>BAKGRUNN OG AKTUALITET</u>	<u>23</u>
3.1	MARKEDSSTØRRELSE OG UTVIKLING	24
3.2	UTSTEDERS INCENTIVER	26
3.3	INVESTORS INCENTIVER	27
4	<u>AKTØRENE</u>	<u>30</u>

4.1	TILBYDERE AV GARANTERTE SPAREPRODUKTER	30
4.1.1	FINANSINSTITUSJONER	32
4.1.2	VERDIPAPIRFORETAK	33
4.1.3	TILBYDERE SOM IKKE ER FINANSINSTITUSJONER ELLER VERDIPAPIRFORETAK	34
4.1.4	NORSKE UTSTEDERE	34
4.1.5	NORSKE FORMIDLERE SOM SELGER EN ANNEN TILBYDERS PRODUKTER	35
4.1.6	NORSKE FORMIDLERE SOM KUN VIDEREFORMIDLER EN ANNEN TILBYDERS PRODUKTER	36
4.1.7	UTENLANDSKE TILBYDERE	37
4.2	KJØPERE AV GARANTERTE SPAREPRODUKTER	38
4.2.1	FORBRUKERE	38
4.2.2	PROFESJONELLE AKTØRER	39
<u>5</u>	<u>RUNDSKRIV 4/2004 FRA KREDITTILSYNET</u>	<u>41</u>
<u>6</u>	<u>PROSPEKTPLIKT VED OFFENTLIGE TILBUD OG OPPTAK TIL NOTERING</u>	<u>44</u>
6.1	PROSPEKTKRAV VED OFFENTLIGE TILBUD, JF. VPHL. KAP. 5	44
6.1.1	PROSPEKTPLIKTEN VED OFFENTLIGE TILBUD	45
6.1.2	UNNTAK FRA PROSPEKTPLIKTEN VED OFFENTLIGE TILBUD	46
6.1.3	KRAV TIL PROSPEKTETS INNHOLD VED OFFENTLIGE TILBUD	48
6.2	PROSPEKTKRAV VED OPPTAK TIL NOTERING, JF. BØRSL. §§ 5-6 OG 6-7	51
6.2.1	PROSPEKTPLIKTEN VED OPPTAK TIL NOTERING	51
6.2.2	UNNTAK FRA PROSPEKTPLIKTEN VED OPPTAK TIL NOTERING	51
6.2.3	KRAV TIL PROSPEKTETS INNHOLD VED OPPTAK TIL NOTERING	52
6.3	PROSPEKTDIREKTIVET 03/71	52
6.3.1	PROSPEKTPLIKT VED OFFENTLIGE TILBUD OG OPPTAK TIL NOTERING	53
6.3.2	UNNTAK FRA PROSPEKTPLIKTEN ETTER PROSPEKTDIREKTIVET 03/71	54

6.3.3	KRAV TIL PROSPEKTETS INNHOLD ETTER PROSPEKTDIREKTIVET 03/71	55
<u>7</u>	<u>GOD FORRETNINGSSKIKK, JF. VERDIPAPIRHANDELLOVEN § 9-2</u>	<u>57</u>
7.1	HENSYN	58
7.2	KONKRET VURDERING; KUNDENS INVESTERINGSERFARING ER AVGJØRENDE	59
7.3	GOD FORRETNINGSSKIKK; IVARETA KUNDENS INTERESSER PÅ BESTE MÅTE	59
7.4	KRAV PÅ RIMELIG KURS VED INNLØSNING FØR FORFALL	63
<u>8</u>	<u>OPPLYSNINGSPLIKT OM PRISER OG PRODUKTPAKKER, JF. FINANSIERINGSVIRKSOMHETSLOVEN § 2-11</u>	<u>64</u>
8.1	HENSYN	64
8.2	OPPLYSNINGER OM PRIS, PROVISJON OG RENTER	65
<u>9</u>	<u>KRAV TIL TILBYDERNES RÅDGIVNING VED INNGÅELSE AV AVTALE OM GARANTERTE PRODUKTER</u>	<u>69</u>
9.1	LOJALITETSPLIKTEN I AVTALEFORHOLD OG TILBYDERS DOBBELTROLLE SOM SELGER OG RÅDGIVER	69
9.2	BANKKLAGENEMNDAS PRAKSIS	71
9.2.1	KRAV TIL SAKSBEHANDLINGEN	72
9.2.2	KRAV OM AT PLASSERINGENE ER TILRÅDELIGE	74
9.3	HAR BANKKLAGENEMNDAS PRAKSIS OVERFØRINGSVERDI?	77
<u>10</u>	<u>INFORMASJONSKRAV VED OMSETNING AV GARANTERTE SPAREPRODUKTER I ANNENHÅNDSMARKEDET</u>	<u>78</u>

<u>11</u>	<u>BØR REGLENE FOR GARANTERTE SPAREPRODUKTER SAMLES OG SYSTEMATISERES?</u>	<u>79</u>
11.1	BØR GARANTERTE SPAREPRODUKTER REGULERES EKSPLISITT?	79
11.2	HVORDAN BØR ENDRINGEN GJENNOMFØRES?	81
11.3	HVA BØR REGLENE INNEHOLDE?	83
<u>12</u>	<u>LITTERATURLISTE</u>	<u>85</u>
12.1	LOVREGISTER	85
12.2	FORSKRIFTER	87
12.3	DIREKTIVER FRA EU	87
12.4	RUNDSKRIV FRA KREDITTILSYNET	88
12.5	FORARBEIDER	88
12.6	RETTSPRAKSIS	89
12.7	PRAKSIS FRA BANKKLAGENEMNDA	89
12.8	JURIDISK LITTERATUR	90
12.9	ANNEN LITTERATUR	90
12.10	ANDRE KILDER	90
<u>13</u>	<u>TABELLER OG FIGURER</u>	<u>92</u>

1 Innledning

1.1 Problemstilling og avgrensning

Denne oppgaven behandler juridiske aspekter ved salg av garanterte spareprodukter.

Garanterte spareprodukter omtales også som strukturerte produkter, garanterte produkter og sammensatte produkter. Hovedproblemstillingen er hvilke rettsregler man har for tilbydere¹ av garanterte spareprodukter, herunder hvorvidt disse er tilstrekkelige til å beskytte investorer fra å foreta investeringer på mangelfullt grunnlag. Det er videre relevant å vurdere om rettsreglene innholdsmessig og lovteknisk er hensiktsmessige og praktikable.

Tilbydere av garanterte spareprodukter er i varierende grad underlagt krav til god forretningsskikk med tilhørende opplysnings- og rådgivningsplikt fastsatt i lov og forskrifter. Utslagsgivende for hvilke rettsregler som gjelder for den enkelte tilbyder, er hva slags foretak tilbyderen representerer. Prospektreglene er derimot like for alle utstedere av garanterte spareprodukter. Men det er flere unntak fra prospektreglene.² Noen tilbydere vil ikke være underlagt noen lovpålagt opplysningsplikt, hvis utstedelsen av produktet omfattes av unntakene fra prospektplikten.

¹ Tilbyder brukes i denne oppgaven som et samlebegrep for både utsteder og formidler.

² Se punkt 6.1.2, 6.2.2 og 6.3.2

Felles for gjeldende regulering av garanterte spareprodukter, er at den ikke ble utformet for disse produktene. Hovedtyngden av bestemmelsene som får anvendelse, er fra 1988 og 1997. Selv om garanterte spareprodukter ble introdusert i Norge i 1992-93³, var det først i 2000-01 at volumene skjøt fart og produktene fikk oppmerksomhet i pressen og hos lovgiver.

Garanterte spareprodukter skiller seg fra ordinære spareprodukter som bankinnskudd og andeler i verdipapirfond ved at de har løpetid, og innløsning eller salg før forfallsdagen medfører ekstra kostnader for investoren. Markedet for omsetning av garanterte spareprodukter etter utstedelsen er begrenset.⁴ Derfor kan det være vanskelig å vurdere om investorer som innløser eller selger sine produkter før forfall får korrekt pris sett i lys av markedsforholdene på det aktuelle tidspunktet. I de fleste markeder vil effekten av liten likviditet være at produktene omsettes med rabatt. Ved omsetning av garanterte spareprodukter vil denne rabatten tilfalle tilbyderne fordi de som regel er de eneste kjøperne i annenhåndsmarkedet⁵.

Det er i all hovedsak forbrukere med begrenset finansiell kompetanse som kjøper garanterte spareprodukter. Produktene er kompliserte, og for forbrukerne er det vanskelig å få full oversikt over kostnader, risiko og avkastningspotensiale. Garanterte spareprodukter er en finansieringskilde for utstederne, og utsteder/formidler får også

³ John Rune Hofsdal og Baljinder Singh Rihel. Siviløkonomutredning ved Høyskolen i Kristiansand 2004

⁴ Se punkt 2, 2.1.2 og 2.2.2.

⁵ Med annenhåndsmarked menes markedet for omsetning av garanterte spareprodukter etter utstedelsen.

provisjonsinntekter på produktene. Tilbydernes incentiver for å selge de garanterte spareproduktene trenger derfor ikke nødvendigvis å være sammenfallende med investorenes ønske om å gjøre en god investering. Med dette utgangspunktet vil det være en ubalanse mellom tilbyder og investor. Investoren er forbruker med begrenset kunnskap om produktet, mens tilbyderen har sterke incentiver for å selge produktet. Situasjonen tatt i betraktning, bør tilbyderne utvise ekstra aktsomhet i forhold til sin rådgivning når de selger denne typen produkter til forbrukere. Det er særlig viktig at tilbyderne skaffer seg kunnskap om investorenes økonomiske situasjon slik at de kan vurdere om produktet passer investorenes investeringsprofil. Siden de garanterte spareproduktene har løpetid, er det spesielt viktig at tilbyderne har kunnskap om investorens investeringshorisont. Det er også viktig at tilbyderne sørger for at investorene har nok informasjon og kunnskap om produktene til å gjøre en velfundert investeringsbeslutning.

Garanterte spareprodukter er et gunstig produkt for noen typer investorer, så lenge kostnadene forbundet med investeringen står i forhold til avkastningspotensialet og risikoen. Lovgivers utfordring ligger i å forhindre at produktet blir solgt til investorer som ikke forstår produktet, eller ikke har en investeringshorisont på linje med løpetiden på produktet.

Det er kun reglene for salg og markedsføring av garanterte spareprodukter som behandles i denne avhandlingen. Det avgrenses mot andre liknende spareprodukter som for eksempel bankinnskudd, verdipapirfond, pengemarkedsfond og pensjonsprodukter.⁶

Det avgrenses også mot problemstillinger som kan oppstå under løpetiden på et garantert spareprodukt. Eksempel på dette er spørsmål som oppstår når forutsetningene som ble lagt til grunn ved inngåelsen av avtalen mellom tilbyder og investor endres. For eksempel vil det oppstå særlige problemstillinger hvis den aksjeindeks⁷ som anvendes for å beregne avkastningen blir avvirket.

1.2 Rettskilder og metode

Garanterte spareprodukter er ikke et juridisk begrep og det finnes ingen eksplisitt lovregulering av slike produkter. Kredittilsynet har i Rundskriv 4/2004 ”Informasjon ved salg av sammensatte produkter, herunder aksjeindekserte obligasjoner og innskudd” (Rundskriv 4/2004) gitt retningslinjer for hvilken informasjon som oppfyller de lovsatte krav ved utstedelse og salg av garanterte spareprodukter. Rundskrivet er det eneste juridiske dokumentet som behandler reglene for garanterte spareprodukter samlet og ikke samtidig behandler andre spareprodukter.

Selv om man ikke har noen eksplisitt lovgivning som regulerer garanterte spareprodukter, får deler av lovgivningen innenfor finanssektoren både direkte og

⁶ Se punkt 2.4

⁷ Aksjeindekser er et uttrykk for en veid sammensetning av aksjene i et marked, og endringer i indeksens verdi viser markedets utvikling i gjennomsnitt.

indirekte betydning for garanterte spareprodukter. Lovgivning som direkte regulerer garanterte spareprodukter er:

- Prospektkrav ved offentlige tilbud, jf. Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr 79 (vphl) kap. 5 og ”Forskrift om krav til opplysninger i prospekt ved offentlig tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer” av 7. november 1997 nr 1151 (prospektforskriften)
- Prospektkrav ved opptak til notering, jf. Lov om børsvirksomhet m.m av 17. november 2000 nr 80 (børsl.) §§ 5-6 og 6-7 og ”Børsforskrift” av 17. januar 1994 nr 30 (børsforskriften)
- God forretningsskikk, jf. vphl. § 9-2
- Opplysningsplikt om priser og produktpakker, jf. Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner av 10. juni 1988 nr 40 (finansvl) § 2-11

Norge er som stat i EØS bundet av EØS-avtalen. De forpliktelser Norge har som følge av EØS-avtalen, herunder plikt til å gjennomføre EUs direktiver i norsk rett, er følgelig relevante i denne sammenheng. ”Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field” (ISD 93/22) og ”Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities” (Børsdirektivet 01/34) er implementert i norsk lovgivning, hovedsakelig i vphl. og børsl. med tilhørende forskrifter. Flere nye direktiver på finanslovgivningens område må implementeres i norsk lovgivning i løpet av 2005 og 2006. To av disse direktivene vil påvirke lovgivningen som får anvendelse på garanterte spareprodukter:

- “Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC” (Prospektdirektivet 03/71)⁸
- “Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC” (ISD II 04/39)⁹.

Annen lovgivning som indirekte regulerer salg av garanterte spareprodukter, er generelle virksomhetsregler for tilbyderne og lovgivning for finansinstitusjoner og verdipapirforetak.

Uavhengig av om de garanterte spareproduktene som tilbys er likeartete, vil rettsreglene variere med hva slags type institusjon tilbyder representerer. Ulike typer av tilbydere er til dels underlagt forskjellige lover. For eksempel omfattes en tilbyder som er finansinstitusjon, jf. finansvl. § 1-3, av bestemmelsene i finansvl. Tilsvarende vil et verdipapirforetak, jf. vphl. § 1-3, 1. ledd, som tilbyr garanterte spareprodukter måtte følge bestemmelsene i vphl. Noen tilbydere av garanterte spareprodukter omfattes ikke av den direkte lovgivningen og deres salg av garanterte spareprodukter er derfor ikke

⁸ Fristen for implementering av direktivet i norsk lovgivning er 1. juli 2005.

underlagt noen formell lovgivning. For denne gruppen av tilbydere er rettskildebildet usikkert, og man må i fravær av mer tradisjonelle rettskilder legge vekt på andre og mindre anvendte rettskilder. Her vil det være relevant å legge vekt på:

- Rundskriv 4/2004
- Atferdsnormer
- Markedspraksis

Rundskriv har ikke lovs kraft. Kredittilsynet presiserer at dersom Rundskriv 4/2004 etterleves, vil henholdsvis finansvl. § 2-11 og vphl. § 9-2 være oppfylt. Det kan ikke utelukkes at det finnes andre måter å oppfylle lovens krav til informasjon på enn å følge retningslinjene i rundskrivet. Det er også mulig at retningslinjene ikke oppfyller lovens krav til informasjon. Rundskrivet er altså bare retningslinjer som konkretiserer Kredittilsynets oppfatning av innholdet av lov og forskriftssatte krav til informasjon for verdipapirforetak og finansinstitusjoner. For tilbydere som verken er underlagt vphl. eller finansvl., har rundskrivet ingen direkte relevans. Rundskrivet vil ettersom det blir praktisert, kunne danne grunnlag for markedspraksis som over tid kan få rettskildemessig status som sedvane. Foreløpig er det usikkert om rundskrivet har skapt en ny og entydig markedspraksis. Flere av tilbyderne som er underlagt vphl. og

⁹ Regjeringen har oppnevnt et lovutvalg som skal foreslå nødvendige regelverksendringer for å gjennomføre ISD II 04/39. Innen 20. august 2005 skal utvalget ha utarbeidet sitt forslag til Finansdepartementet om hvordan ISD II 04/39 kan implementeres i det norske lovverket.

finansvl., oppfylte ikke kravene i rundskrivet da det ble offentliggjort, men har senere tilpasset informasjonen i prospektene til retningslinjene i rundskrivet.¹⁰

Siden det ikke finnes noen samlet lovgivning for garanterte spareprodukter, er rettskildebildet fragmentert, og det er usikkerhet knyttet til det konkrete innholdet av rettsreglene. Det foreligger heller ikke rettspraksis, og bare i begrenset utstrekning relevant myndighetspraksis. Til sammenlikning er reglene for spareproduktet verdipapirfond samlet i en egen lov, Lov om verdipapirfond av 12. juni 1981 nr 52 (vpfl.).

Praksis fra Bankklagenemnda¹¹ er en relevant rettskilde i forhold til tilbyders rådgivningsplikt ved salg av garanterte spareprodukter. Bankklagenemndas avgjørelser er bare rådgivende og altså ikke rettslig bindende.

¹⁰ John Rune Hofsdal og Baljinder Singh Rihel gjennomgikk i sin siviløkonomutredning ved Høyskolen i Kristiansand 2004 en rekke prospekter som ble utgitt før og etter rundskrivet. I tabell 5.1 er det en oversikt over prospekter som ikke oppfylte kravet til informasjon i retningslinjene i rundskrivet. I tabell 5.2 er det en oversikt over prospekter som oppfyller kravet til informasjon i retningslinjene i rundskrivet.

¹¹ Bankklagenemnda er etablert av Finansnæringens Hovedorganisasjon, Sparebankforeningen i Norge, Finansieringsselskapenes Forening, Verdipapirfondenes Forening og Forbrukerrådet. Bankklagenemnda kan behandle alle rettsvister som vedrører privatpersoners kontraktsforhold med en bank, finansieringsselskap, kredittforetak, fondsforvaltningsselskap eller utenlandsk kreditt- eller finansinstitusjon som tilbyr tilsvarende tjenester til forbrukere i Norge. Bankklagenemnda har et fast sekretariat som har en nøytral stilling i forhold til begge parter i klagesaken. Sekretariatet gir veiledning om rettsstilstanden på de områder tvisten gjelder og tar imot klager. Ut fra gjeldende rett og eventuelle

1.3 Oppsummering

Som beskrevet i punkt 1.1 taler flere aspekter ved garanterte spareprodukter for en klar og entydig regulering på området. Behovet for investorbeskyttelse er sterkt.

Rettskildebildet på feltet er meget fragmentert¹². Lovgivningen for garanterte spareprodukter er lite oversiktlig og forbrukervennlig fordi den er spredt i forskjellige lover. Garanterte spareprodukter omfattes kun av enkelte tilfeldige bestemmelser om finansielle instrumenter i finanslovgivningen. Det er lite rettferdig at reglene varierer avhengig av hva slags institusjon tilbyderer representerer. Svakheterne ved dagens lovgivning ville ha vært redusert hvis reglene for garanterte spareprodukter hadde vært samlet og strukturert. Et eksempel på hvordan det kan gjøres, er slik lovgiver har regulert spareproduktet verdipapirfond i vpfl. Samling og strukturering av reglene ville gi mer forbrukervennlige, oversiktlige, hensiktsmessige og praktikable rettsregler.

1.4 Disposisjon

I punkt 2 defineres og beskrives garanterte spareprodukter. Markedet for garanterte spareprodukter har de siste årene vokst sterkt. Omfanget av salget av garanterte spareprodukter aktualiserer de rettslige problemstillingene på feltet og viser behovet for en gjennomgang av relevante regler og eksisterende praksis. I punkt 3 beskrives derfor

tidligere uttalelser i klagenemnda, søker sekretariatet å finne frem til minnelige løsninger. Løses ikke tvisten gjennom behandlingen i sekretariatet, og klagen opprettholdes, blir den lagt frem for en nemnd på fem medlemmer. Formannen i nemnda er en høyt kvalifisert jurist, nøytral i forhold til begge parter i klagesaken, og oppnevnt av forbrukersiden og finansinstitusjonene i fellesskap. To nemndsmedlemmer er oppnevnt av finansinstitusjonene, to av forbrukersiden.

¹² Se punkt 1.2

markedsutviklingen. I punkt 4 beskrives aktørene i markedet for salg av garanterte spareprodukter. Deretter gjøres det rede for gjeldende regler på området i punkt 5 til 9. I tillegg beskrives reglene som gjelder ved omsetning av garanterte spareprodukter i annenhåndsmarkedet i punkt 10. Avslutningsvis oppsummerer jeg mine synspunkter på hvordan gjeldende regulering bør endres i punkt 11.

2 Definisjon og beskrivelse av garanterte spareprodukter

Garanterte spareprodukter er obligasjoner¹³ eller andre tilsvarende renteprodukter hvor investoren får:

1. et garantert beløp på forfallsdagen og
2. en avkastning knyttet til verdiutviklingen på bestemte finansielle instrumenter¹⁴.

Det garanterte beløpet tilsvarer normalt investorens innskudd fratrullet tegningsprovisjon. Det finnes også produkter som i tillegg til å garantere for et bestemt

¹³ En obligasjon er et rentebærende verdipapir, et lånebevis, som ved utstedelse har en løpetid på mer enn ett år. Obligasjonsutsteder (låntaker) kan for eksempel være offentlige myndigheter, banker eller store private foretak. Obligasjonen innfris av utsteder ved forfall, og i perioden fra utstedelse til forfall betaler utsteder en rente (ofte kalt kupongrente) til eier av obligasjonen. Det finnes også obligasjoner hvor utsteder ikke betaler rente, såkalte nullkupongobligasjoner.

¹⁴ Finansielle instrumenter er definert i vphl. § 1-2, 1. og 2. ledd. De finansielle instrumentene som brukes som referanseindeks kan for eksempel være aksjer, renter, valuta, råvarer osv.

beløp, garanterer for en minsteavkastning i produktets løpetid. Avkastningen er ofte knyttet til utviklingen i én eller en kombinasjon av flere aksjeindekser¹⁵.

De garanterte spareproduktene har en fastsatt løpetid, og på forfallsdagen får investoren tilbake det garanterte beløpet. Løpetiden varierer, men det er vanlig med løpetid fra ett til seks år. Selges eller innløses produktet før forfall, gjelder ikke garantien.

Produktene er som regel omsettelige, men det faktiske annenhåndsmarkedet er begrenset. Produktene er sammensatt av kompliserte finansielle instrumenter som ikke er gjenstand for offentlig kursnotering, og det kan være vanskelig for investorene å danne seg en oppfatning av riktig pris på det garanterte produktet. Ofte er utsteder eneste prisstiller. I Sverige, hvor markedet for garanterte spareprodukter er mer modent enn i Norge, er annenhåndsmarkedet mer likvid. Handelsbanken Capital Markets i Sverige er utsteder av 25-30 % av de garanterte spareproduktene, men har hele 65 % av annenhåndsmarkedet.¹⁶ Dette innebærer at de på forespørsel stiller pris for andre utstederes produkter.

Det er vanlig å uttrykke at garanterte spareprodukter er satt sammen av forskjellige finansielle instrumenter. I realiteten består ikke produktene av flere instrumenter, men flere aspekter ved produktene kan bedre forklares om man betrakter dem som en

¹⁵ Aksjeindekser er et uttrykk for en veid sammensetning av aksjene i et marked, og endringer i indeksens verdi viser markedets utvikling i gjennomsnitt.

¹⁶ Kilde: Handelsbanken Capital Markets

sammensetning av ulike finansielle instrumenter. Utsteder kan sikre¹⁷ det garanterte beløpet og avkastningsprofilen på et garantert spareprodukt ved å kombinere en nullkupongobligasjon som sikrer det garanterte beløpet og et opsjonselement¹⁸ som sikrer avkastningen knyttet til verdiutviklingen i de finansielle instrumentene. Det er vanlig at utsteder sikrer det garanterte beløpet og avkastningen. Investorene eier obligasjonen eller det alternative renteproduktet og har på forfallsdagen krav på det garanterte beløpet og den avtalte avkastningen. Investorene eier ikke de finansielle instrumentene utsteder anvender for å sikre det garanterte beløpet og avkastningen. Større banker som anvender eget verdipapirforetak, jf. vphl. § 1-3, 1. ledd, til å sikre avkastningen på produktene, velger ofte å ta noe risiko ved at de ikke sikrer 100 % av avkastningen med opsjoner. Ofte vil slike banker også selv være utstederen av opsjonene som brukes.

Ideen bak de garanterte produktene er at verdien av rentene på en obligasjon eller et tilsvarende renteprodukt, anvendes for å sikre en avkastningsprofil knyttet til utviklingen i forskjellige finansielle instrumenter ved kjøp av opsjoner. Beløpet som kan anvendes på opsjoner tilsvarer differansen mellom det garanterte beløpet og den

¹⁷ Å sikre er å låse inn avkastningsprofilen slik at man kun tar en forhåndskalkulert risiko. Sikring kan gjøres ved bruk av forskjellige finansielle instrumenter.

¹⁸ En opsjon er en avtale som innebærer at den ene parten (utstederen av en opsjonskontrakt) plikter å kjøpe eller selge et underliggende instrument til den andre parten (innehaveren av kontrakten) til en forhåndsbestemt pris (innløsningskurs) innen en bestemt tidsperiode.

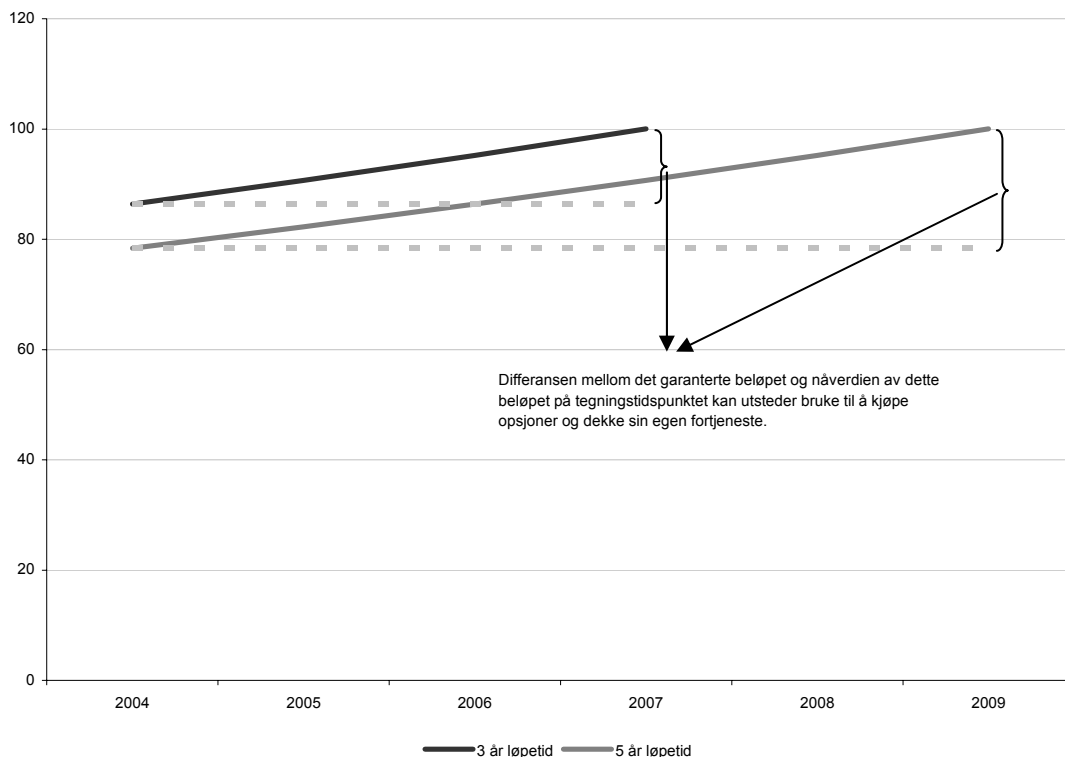
neddiskonterte nåverdien av det garanterte beløpet på tegningstidspunktet¹⁹. Dette kan illustreres slik:

Det garanterte beløpet er på NOK 100 og løpetiden er 3 år. Med en rentesats på 5 % er den neddiskonterte nåverdien av NOK 100 utbetalt om 3 år NOK 86. Differansen på NOK 14 kan utsteder anvende til å kjøpe opsjoner for å sikre avkastningen på det garanterte produktet og sikre egen fortjeneste. Grafen under illustrerer utviklingen i nåverdien av NOK 100 utbetalt om henholdsvis 3 og 5 år med 5 % rentesats.

Differansen mellom det garanterte beløpet på forfallsdagen og nåverdien av dette ved tegning kan benyttes til kjøp av opsjoner og fortjeneste for utsteder.

¹⁹ Den neddiskonterte nåverdien av det garanterte beløpet tilsvarer verdien av en nullkupongobligasjon med pålydende lik det garanterte beløpet og med samme løpetid som det garanterte produktet. En obligasjons pålydende er det beløpet investoren låner til utstederen av obligasjon som skal tilbakebetales på forfall. Dette kalles også ofte investert beløp.

Nåverdi av 3- og 5-års nullkupongobligasjon med NOK 100 til ubetaling ved forfall



De to vanligste garanterte spareproduktene i Norge er aksjeindeksobligasjoner (AIO) og bankinnskudd med aksjeavkastning (BMA). De beskrives derfor mer detaljert i punktene 2.1 og 2.2 nedenfor. Det finnes garanterte spareprodukter hvor avkastningen er knyttet til annet enn utviklingen i aksjeindekser. Disse produktene kjennetegnes ved at de kan sikres med eksotiske opsjoner²⁰.

2.1 Aksjeindeksobligasjoner

En AIO er en obligasjon der avkastningen er knyttet til kursutviklingen på ett eller flere aksjemarkeder eller i noen tilfeller kursutviklingen til en eller flere enkeltaksjer.

²⁰ En eksotisk opsjon er en opsjon med tilleggsvilkår i forhold til vanlige opsjoner. Et eksempel kan være at man har rett til å kjøpe aksjen til innløsningskursen som i en vanlig opsjon, men rettigheten opphører hvis aksjen stiger over et på forhånd definert nivå.

Aksjemarkedene representeres av aksjeindekser. Avkastningen på AIOen tilsvarer den respektive indeksens prosentvise oppgang multiplisert med en avkastningsfaktor²¹. Ved negativ utvikling i indeksen får innehaveren av AIOen tilbake et avtalt garantert beløp på forfallsdagen. Ved å investere i AIOer begrenser man risikoen for tap ved at det garanterte beløpet fungerer som et ”gulv” når aksjemarkedet utvikler seg negativt, men får med seg oppsiden ved positiv utvikling i markedet. Det er vanlig at det garanterte beløpet tilsvarer investorenes innskudd fratrasket tegningsprovisjonen.

Man kan uttrykke det slik at AIOen er en pakke som består av to deler; en obligasjonsdel og en opsjonsdel. Obligasjonsdelen sikrer at man får tilbake det garanterte beløpet. Opsjonsdelen kan gi avkastning på forfallsdagen. Hvor stor avkastningen blir, avhenger av utviklingen i de underliggende indeksene. Stiger aksjeindeksen i AIOens løpetid, oppnår investorene positiv avkastning og får tilbake et høyere beløp enn det garanterte. Synker eller beveger aksjeindeksen seg sidelengs, gir AIOen ingen avkastning og sparerer får kun tilbakebetalt det garanterte beløpet.

²¹ Avkastningsfaktoren er den faktor (prosentsats) som en eventuell oppgang i aksjeindeksen multipliseres med for å beregne avkastningen på aksjeindeksobligasjon. Avkastningsfaktoren kan både være større eller mindre enn 1. Avkastningsfaktoren fastsettes på emisjonsdagen og forandres ikke under løpetiden.

2.1.1 Kredittrisiko tilknyttet aksjeindeksobligasjoner

Selv om AIOer markedsføres med garantier for fastsatte beløp, har investorene en kredittrisiko på utstederen av obligasjonen (låntakeren)²². Hvis låntakeren går konkurs, vil innehaveren av AIOen kun ha et krav mot låntakeren på linje med andre kreditorer.

2.1.2 Innløsning og salg av aksjeindeksobligasjoner før forfall

Selv om AIOer som regel er fritt omsettelige, er muligheten for innløsning og salg før forfall begrenset. Ved innløsning og salg før forfall, gjelder ikke garantien og investorene risikerer å få tilbake et mindre beløp enn det garanterte. For investoren har det ikke betydning om AIOen innløses eller selges. Det avgjørende for investoren er hvilken pris vedkommende får når han realiserer AIOen. Det er kun utstederen av AIOen som kan innløse den. Ved salg er det ingen begrensning på hvem som kan være motpart. Fordi det avgjørende er prisen investoren får når han realiserer sin AIO og utsteder²³ i de fleste tilfeller er motparten i transaksjonen, vil jeg i den videre fremstillingen ikke skille mellom innløsning og salg.

Det er vanlig at utsteder stiller kjøpskurser under AIOens løpetid, men utsteder trenger ikke å forplikte seg til å kjøpe den tilbake før forfall. For AIOer som ikke er børsnotert vil utsteder i realiteten være eneste prisstiller i annenhåndsmarkedet. Større aktører stiller som regel priser daglig, ukentlig eller månedlig, og flere stiller både kjøps- og

²² Utstedelse av obligasjoner er en finansieringskilde for utstederen, og utstederen kalles derfor ofte for låntaker.

²³ Tilretteleggeren tar ofte hånd om omsetningen i annenhåndsmarkedet på vegne av utstederen.

salgspriser med en på forhånd fastsatt "spread"²⁴. Små aktører er ofte mindre flinke til å stille priser regelmessig. Prisen er avhengig av aksjeindeksens utvikling, aktuelle markedsforhold, samt gjenværende løpetid.²⁵ For en investor kan det være vanskelig å vurdere hvor mye "aktuelle markedsforhold" bør påvirke prisen. Så lenge utsteder er eneste prisstiller, er det ikke mulig å sammenlikne prisen med priser fra andre aktører. Investors mulighet til å danne seg en oppfatning av riktig pris blir ytterligere vanskeliggjort av at produktene er sammensatt av kompliserte finansielle instrumenter som ikke kursnoteres offentlig. Ved innløsning før forfall belastes investoren med en ekstra innløsningsprovisjon. Det er vanlig med ekstra innløsningsprovisjonen på 0,5 % av investert beløp.²⁶

Noen AIOer er børsnotert, og det legger til rette for mer omfattende annenhåndsomsetning. Omsetning av de børsnoterte AIOene skjer da til markedspris over børs. Handelen i børsnoterte AIOer er imidlertid liten, og i de fleste tilfellene er det bare utstederen som er tilstede på kjøpsiden. Det kan knapt regnes for å være et effektivt annenhåndsmarked. En vanlig konsekvens av et lite likvid annenhåndsmarked er at produktene omsettes med en rabatt. Kjøpskursen utsteder stiller under løpetiden, er avhengig av verdiutviklingen i aksjeindeksen, aktuelle markedsforhold, herunder likviditet i markedet og priser på de sikringsforretninger som utstederen inngår for å sikre avkastningen²⁷. Spørsmålet er om investoren oppnår rimelig markedskurs i de

²⁴ Spread er differansen mellom kjøps- salgsprisen.

²⁵ Se prospektet til Aksjeindeksobligasjon DnB NOR "Faktor 300" 2004/2008

²⁶ Se prospektet til Aksjeindeksobligasjon DnB NOR "Faktor 300" 2004/2008

²⁷ Se prospektet til DnB Symphony Hedgefond obligasjon 2003/2008

tilfellene det bare er én kjøper i markedet. En forbruker har ikke kompetanse til å evaluere kriteriene utstederen vektlegger ved prisfastsettelsen og har heller ikke mulighet til å kontrollere prisen mot andre tilbud så lenge det bare er én kjøper. Da børstnoterte AIOer ikke innløses, men selges, påløper det ikke noen ekstra innløsningsprovisjon selv om de selges før forfall.

2.2 Bankinnskudd med aksjeavkastning

BMA-produktet er likeartet med AIOen på flere områder. En BMA er et bankinnskudd der avkastningen er knyttet til kursutviklingen på ett eller flere aksjemarkeder eller i noen tilfeller kursutviklingen til en eller flere enkeltaksjer. Sammenliknet med en AIO, er obligasjonsdelen i AIOen byttet ut med bankinnskudd. Investorene forplikter seg til å ha innskuddet på en bestemt konto i BMAens løpetid. Det betales ikke innskuddsrenter på kontoen i denne perioden²⁸. Avkastningen til BMAene og AIOene er satt sammen og strukturert likeartet. Jeg viser derfor til punkt 2.1 for en mer detaljert beskrivelse av avkastningsdelen.

Det er kun foretak som har hjemmel til å ta imot innskudd som kan utstede BMAer. I Norge har bankene monopol på å ta imot innskudd, hvilket skiller dem fra andre finansinstitusjoner som kredittforetak og finansieringsselskap. Bankenes rett til å ta imot innskudd er hjemlet i Lov om forretningsbanker av 24. mai 1961 nr 2 (fbl.) § 20 og Lov om sparebanker av 24. mai 1961 nr 1 (spbl.) § 22.

²⁸ Innskuddet kan sammenliknes med en nullkuponobligasjon.

2.2.1 Kreditrisiko tilknyttet bankinnskudd med aksjeavkastning

Det følger av Lov om sikringsordning for banker og offentlig administrasjon m.v. av finansinstitusjoner av 6. desember 1996 nr 75 (banksikringsloven) § 2-1 at sparebanker skal være medlem av Sparebankenes sikringsfond og forretningsbanker skal være medlem av Forretningsbankenes sikringsfond. Banksikringsloven § 2-2 regulerer medlemskap i sikringsordningen for filialer av kredittinstitusjoner som ikke har hovedsete i Norge.

Innskudd på konto som opprettes hos medlemmer i bankenes sikringsfond i forbindelse med tegning av BMA, faller inn under definisjonen av innskudd i banksikringsloven § 2-5. Innskuddet omfattes derfor av bestemmelsen om innskuddsgaranti i banksikringsloven § 2-10. Innskudd i de nevnte banker er garantert av sikringsfondet med inntil NOK 2 millioner i sum for den enkelte innskyter. Maksimumsbeløpet på NOK 2 millioner gjelder for de samlede innskudd som en innskyter har i en enkelt bank. Det vil altså bare foreligge kreditrisiko for BMAer i de tilfellene hvor investoren har innskudd som til sammen overstiger NOK 2 millioner i en enkelt bank. Har innskyteren innskudd i flere banker, gjelder grensen på NOK 2 millioner for hver av bankene. På ordinære bankinnskudd dekker sikringsfondet hovedstol samt påløpte, ikke godskrevne renter. På et BMA-innskudd vil derimot ikke avkastningen knyttet til utviklingen i de finansielle instrumentene være dekket av innskuddsgarantien under avtaleperioden, med mindre avkastningen er kreditert kontoen. Den forventede avkastning som ikke er godskrevet kontoen kan altså ikke sidestilles med opptjent rente²⁹. Derimot vil kundens

²⁹ Kilde: Kredittilsynet (rapport om sikringsfondets dekningsområde som vil bli publisert i løpet av våren)

eventuelle avkastningskrav bli å regne som et alminnelig dividendekrav mot bankens administrasjonsbo. Det avgjørende for hvilket beløp som er sikret, er hva banken har bokført som innskudd på kunden på det aktuelle tidspunkt, og hva som er oppgitt i kontooppgave til kunden. I de fleste tilfeller vil det bokførte innskuddet tilsvare det garanterte beløpet på forfallsdagen for BMAen.

2.2.2 Innløsning av bankinnskudd med aksjeavkastning før forfall

Bankene tilbyr som regel tilbakekjøp hvis kontohaver ønsker å avslutte BMA-kontoen før forfallsdagen. Kontohaver er da ikke garantert å få innskuddet tilbake i sin helhet slik han er hvis kontoen beholdes til forfallsdatoen. Beløpet kontohaver får tilbakebetalt er avhengig av blant annet aksjenes utvikling, aktuelle markedsforhold og gjenværende bindingstid.³⁰ I tillegg blir kontohaver belastet med ekstra innløsningskostnader ved innløsning før forfall. Vanlig sats er 0,5 % av innskuddsbeløpet.³¹ For kontohaver som i de fleste tilfeller er en vanlig forbruker, er det vanskelig å kontrollere hvor mye ”aktuelle markedsforhold” skal påvirke beløpet han får tilbakebetalt. Fordi utsteder er eneste prisstiller, er det heller ikke mulig å hente pristilbud fra andre aktører.

2.3 Andre typer garanterte spareprodukter

Det finnes mer kompliserte garanterte produkter enn AIOer og BMAer. I disse produktene kan avkastningen sikres med eksotiske opsjoner. Et eksempel er produkter med begrenset maksimalavkastning. Ved bruk av barriéropsjoner begrenses

³⁰ Se prospektet til Bankinnskudd Med Aksjeindeksavkastning (BMA)

DnB NOR Europa 2005/2008

sannsynlighetsrommet for avkastningen. Et eksempel på en barriéropsjon er en opsjon som opphører å eksistere når den underliggende verdien når et forhåndsbestemt nivå, eller en opsjon som først trer i kraft når den underliggende verdien når et bestemt nivå. Når den underliggende verdien passerer barriéren, ”dør” opsjonen. Et eksempel på et garantert spareprodukt som benytter denne typen opsjoner, er et produkt hvor avkastningen er knyttet til en kurv med 20 aksjer. Hvis noen av de 20 aksjene passerer sin barriére, tas de ut av kurven når endelig avkastningen beregnes. Hvis noen av aksjene som har hatt negativ utvikling, tas også disse ut av kurven når endelig avkastningen beregnes. Kostnaden for utsteder ved å sikre produktet vil da være lavere, ettersom utsteder ikke må sikre seg for oppgang ut over barriéren. Denne typen produkter er gunstige for investorene dersom de vurderer det som lite sannsynlig med en kursstigning utover barriéren. Investoren unngår da å betale for denne delen av sannsynlighetsrommet. Noen garanterte spareprodukter opererer i tillegg med en slags ”trøste”-avkastning for de aksjene som passerer sin barriére.

2.4 Avgrensning mot andre spareprodukter

Flere spareprodukter inneholder noen av de samme elementene som de garanterte spareproduktene, men skiller seg likevel fra disse. Jeg vil i denne oppgaven avgrense mot følgende spareprodukter:

- *Verdipapirfond*. Verdipapirfond defineres i vpfl. § 1-2, 1. ledd nr. 1. Et verdipapirfond er en selvstendig formuesmasse bestående av finansielle instrumenter som er oppstått ved kapitalinnskudd fra en ubestemt krets av

³¹ Se for eksempel prospektet til Bankinnskudd Med Aksjeindeksavkastning (BMA) DnB NOR Europa 2005/2008

investorer. Investorene har løpende innløsningsadgang for sine andeler i fondet. I praksis er det vanlig å dele inn verdipapirfond inn i fire hovedtyper; aksjefond³², pengemarkedsfond³³, obligasjonsfond³⁴ og kombinasjonsfond³⁵. Verdipapirfond skiller seg fra garanterte spareprodukter ved at det ikke er fastsatt noen bestemt forfallsdag for andeler i verdipapirfond. Det er heller ikke noe garantert beløp på andeler i verdipapirfond og hele den innskutte kapitalen kan i teorien tapes.

- *Bankinnskudd*. På ordinære bankinnskudd får investorene en rente på innskuddet sitt i henhold til en kontoavtale. Det vanlig er at renten er noen rentepunkter under NIBOR³⁶. Bankinnskudd skiller seg fra de garanterte spareproduktene ved at avkastningen er knyttet til en avtalt rente og ikke verdiutviklingen i forskjellige finansielle instrumenter.
- *Pensjonsprodukter*. Livsforsikring og pensjonsforsikring er forsikringsordninger hvor man betaler en årlig premie og når visse vilkår som er angitt i forsikringsavtalen inntreffer, utbetales forsikringssummen. Disse produktene skiller

³² Aksjefond er et fond som i henhold til sitt investeringsmandat normalt skal ha 80 – 100 prosent eksponering mot aksjemarkedet, og som normalt ikke skal investere i rentebærende papirer.

³³ Et pengemarkedsfond er et rentefond (dvs. fondet investerer ikke i egenkapitalinstrumenter) som utelukkende kan investere i pengemarkedsinstrumenter. Det innebærer at pengemarkedsfondene ikke kan investere i instrumenter med en rentebindingstid over 1 år.

³⁴ Et obligasjonsfond defineres som alle rentefond som ikke er pengemarkedsfond. Det betyr at obligasjonsfond investerer i instrumenter med rentebindingstid over 1 år.

³⁵ Et kombinasjonsfond er kombinasjon av et aksje- og et rentefond, og defineres som et verdipapirfond som normalt har en aksjeeksponering under 80 prosent med resterende beholdning investert i rentebærende instrumenter.

³⁶ Norwegian InterBank Offered Rate

seg fra garanterte spareprodukter ved at man betaler en årlig premie i motsetning til et engangsinnskudd ved kjøp av garanterte spareprodukter.

- *Vanlige obligasjoner med avkastning knyttet til en avtalt rente.* En vanlig obligasjon er et gjeldsinstrument som pålegger utstederen (låntaker) å tilbakebetale lånebeløpet pluss renter til investor (långiver) over en spesifisert periode. Felles for vanlige obligasjonslån er at utsteder, løpetid og rente er angitt. Vanlige obligasjoner skiller seg fra de garanterte spareproduktene ved at avkastningen er knyttet til en angitt rente og ikke til verdiutviklingen i forskjellige finansielle instrumenter.

3 Bakgrunn og aktualitet

Garanterte spareprodukter kom i kjølvannet av børskrakket i 1987³⁷. De første aksjeindekserte obligasjonslånene ble i Norge lagt ut i markedet i 1992 og 1993. Hensikten med produktene er å gi investorene mulighet til å delta i aksje- og råvaremarkedene med begrenset tap hvis markedene faller. Garantien knyttet til produktene er ikke gratis, og det publiseres stadig presseoppslag som vurderer prisen forbundet med garantien og den potensielle avkastningen.

I utlandet har markedet for slike produkter vokst kraftig de siste årene, og i Norge tilbys det stadig flere produkter. Det norske markedet for strukturerte produkter består

³⁷ Et av historiens mest omtalte børskrakk. 19. oktober 1987 falt det amerikanske markedet over 20 % på bare noen få timer.

hovedsakelig av AIOer og BMAer. I større europeiske land finnes det et bredere spekter av garanterte produkter.

3.1 Markedsstørrelse og utvikling

Per september 2004 utgjorde AIOene 6-7 % av bankenes obligasjonsfinansiering.³⁸ Per 18. august 2004 hadde Norsk Tillitsmann ASA³⁹ tillitsmannsoppdrag i AIOer pålydende til sammen NOK 32,3 milliarder.⁴⁰ I de åtte første månedene av 2004 ble det utstedt AIOer for til sammen NOK 5,4 milliarder. I 2003 ble det utstedt AIOer for til sammen NOK 7,1 milliarder.⁴¹ Per mars 2005 er det notert 93 AIOer på Oslo børs med nominelt volum på til sammen NOK 11,5 milliarder. Antallet noterte AIOer har tredoblet seg på fire år. I februar 2000 var det 30 noterte AIOer pålydende til sammen NOK 5,5 milliarder.

BMA utgjorde ca. 1 % av bankinnskudd i Norge per juli 2004 og i overkant av 2 % av husholdningenes bankinnskudd.⁴² BMA har hatt sterkere vekst enn AIOer de siste par årene. Per 31. juli 2004 stod NOK 12,6 milliarder på innskuddskonto med aksjeavkastning, hvorav 90 % tilhører husholdningene.⁴³ Gjennomsnittlig innskudd de

³⁸ Kilde: Norges Bank / Statistikkavdelingen / Seksjon for finansstatistikk

³⁹ Norsk Tillitsmann ASA er et selskap som påtar seg å ivareta interessene til en gruppe eller en enkelt person i et avtaleforhold, gjerne et avtaleforhold av finansiell karakter.

⁴⁰ Norsk Tillitsmann ASA har tillitsmannsoppdrag i så godt som alle lånene i det norske markedet.

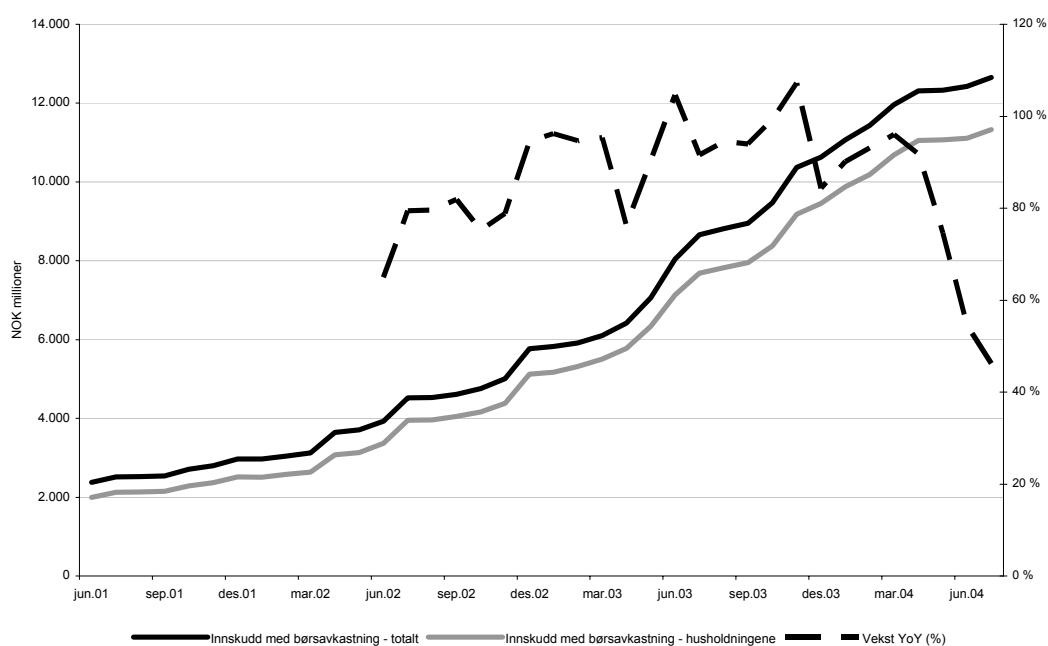
⁴¹ Kilde: Norsk Tillitsmann ASA

⁴² Kilde: Norges Bank / Statistikkavdelingen / Seksjon for finansstatistikk

⁴³ Kilde: Norges Bank / Statistikkavdelingen / Seksjon for finansstatistikk

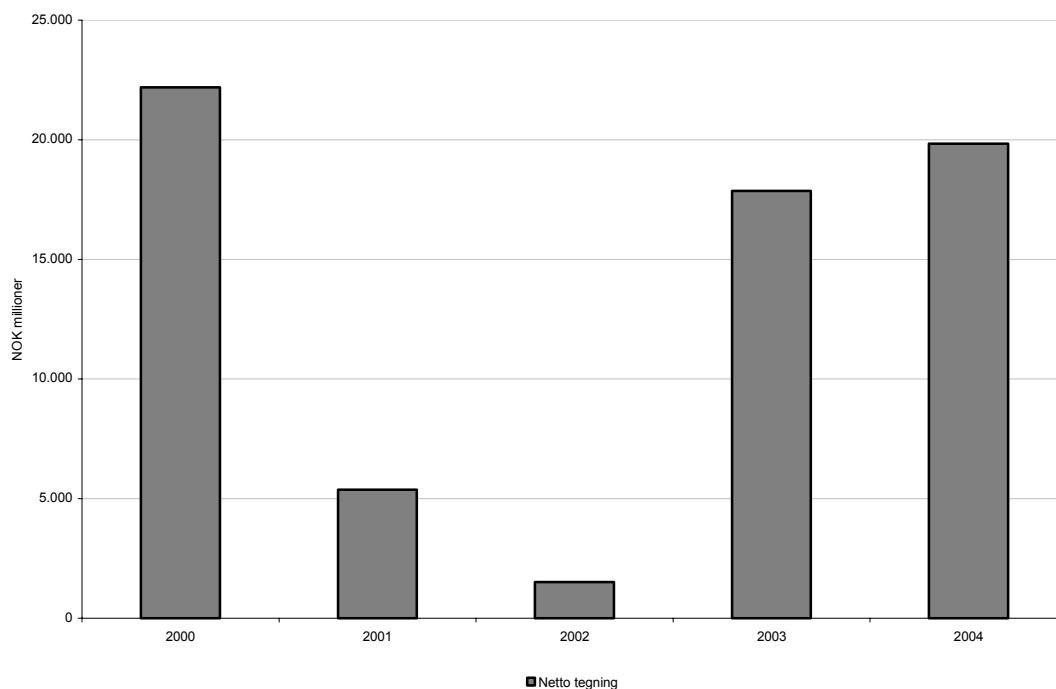
seks første månedene i 2004 var NOK 11,9 milliarder, sammenliknet med NOK 6,6 milliarder de seks første månedene i 2003. Dette tilsvarer en vekst på 82 %. Grafen under illustrerer utviklingen og veksten i BMA fra 2001 til 2004.

Utvikling i BMA fra juni 2001 til juli 2004



Veksten i vanlig bankinnskudd har vært vesentlig lavere i samme periode. Netto tegning i verdipapirfond har også vært avtakende i denne perioden. Grafen under viser netto tegning i verdipapirfond fra 2000 til 2004.

Netto tegning i verdipapirfond fra 2000 til 2004



Netto tegning i verdipapirfond falt med fra NOK 22 milliarder i 2000 til NOK 1,5 milliarder i 2002. I 2003 og 2004 har netto tegning i verdipapirfond tatt seg opp igjen.⁴⁴

De garanterte spareproduktene er i fremgang på bekostning av de mer tradisjonelle sparealternativene som bankinnskudd og verdipapirfond. De underliggende årsakene til den kraftige veksten i markedet for garanterte spareprodukter har sammenheng med utsteders og investors incentiver.

3.2 Utsteders incentiver

Den største gruppen utstedere av garanterte spareprodukter er banker. De garanterte spareproduktene er en finansieringskilde for bankene. Det kan være attraktivt å

⁴⁴ Kilde: Norges Bank / Statistikkavdelingen / Seksjon for finansstatistikk

finansiere seg ved utstedelse av denne typen produkter, siden finansieringskostnaden trolig er lavere enn ved ordinær finansiering. Utstедers kostnader er først og fremst knyttet til kjøp av opsjoner for å begrense risikoen ved endringer i de indekser som lånets avkastning er knyttet til. Så lenge kostnadene i forbindelse med et garantert spareprodukt ikke overstiger den renten utsteder ellers måtte ha betalt for et lån med tilsvarende løpetid, vil denne typen finansiering være billigere enn vanlig lånefinansiering. I et marked med konkurranse vil den effektive renten ved utstedelse av garanterte spareprodukter trolig ligge nær den effektive renten på vanlige obligasjoner med samme løpetid. Garanterte spareprodukter er imidlertid fortsatt i begrenset grad omsettelige.⁴⁵

Blant mindre sparebanker og andre mindre selskaper er det vanlig at tilgang til finansiering er hovedmotivet for utstedelse av garanterte spareprodukter. De større bankene ønsker i tillegg å kunne tilby kundene et bredt produktspekter, hvor garanterte spareprodukter er en del av bankens samlede tilbud av investeringsprodukter.

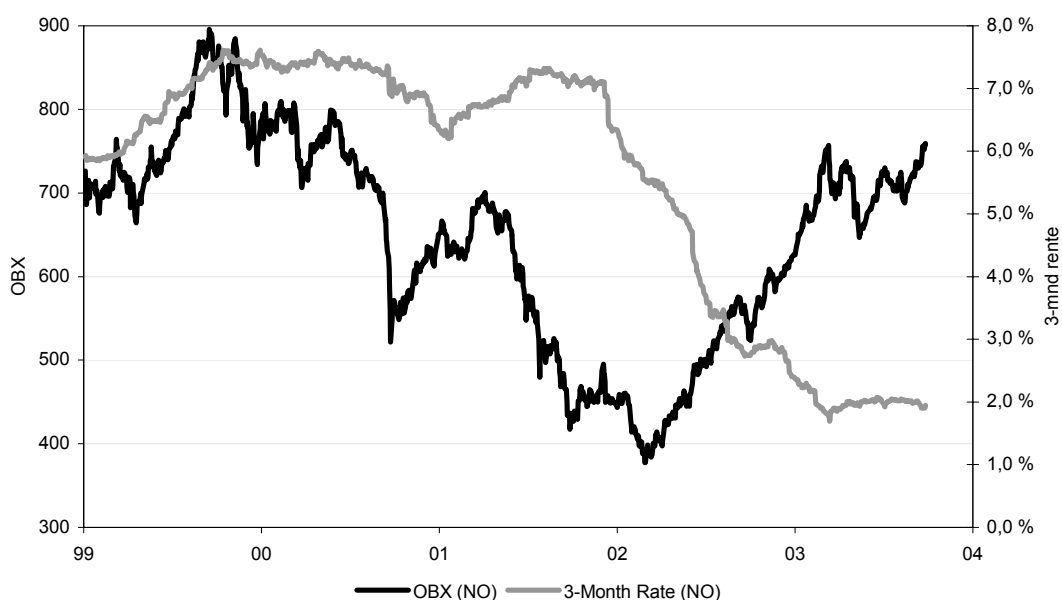
3.3 Investors incentiver

Den typiske investoren i garanterte spareprodukter ønsker større potensiell avkastning enn vanlig innskuddsrente, men ønsker ikke å risikere tap av kapitalen ved svak utvikling i aksje- eller råvaremarkedet.

⁴⁵ Se punkt 2, 2.1.2 og 2.2.2.

Veksten i salget av garanterte spareprodukter de siste årene skyldes nok i stor grad at investorene ble skremt av den sterke negative utviklingen i aksjefondene etter aksjemarkedets svake utvikling i 2001 og særlig 2002. I tillegg har innskuddsrenten i bankene vært meget lav de siste årene. Mange sparere har derfor lett etter alternative investeringsmuligheter med høyere potensiell avkastning enn bankrente, men med lavere risiko enn i aksjefond. Grafen under illustrerer utviklingen i renten og aksjemarkedet fra 2000 og ut 2004.

OBX indeksen⁴⁶ og 3-mnd statsobligasjon fra 1. jan. 2000 til 23. sept. 2004



Garanterte spareprodukter gir også investorene mulighet til å delta i utenlandske markeder på en enkel måte. For investorer som ikke er profesjonelle, er det dyrt å kjøpe utenlandske aksjer direkte. I tillegg vil man ved direkte kjøp av aksjer i utlandet påta seg

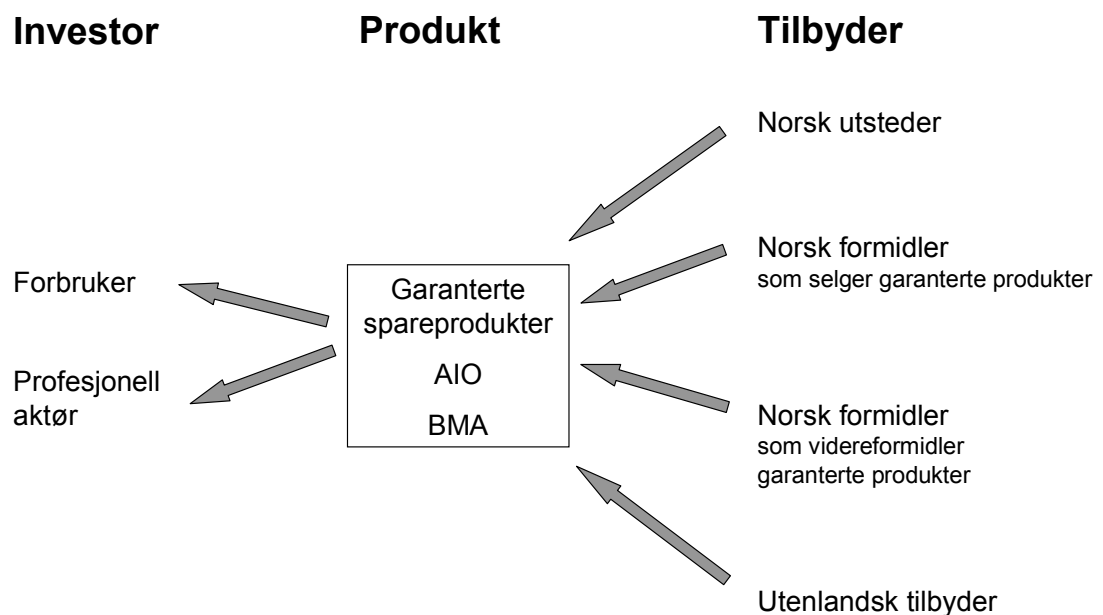
valutarisiko man ikke har ved kjøp av garanterte spareprodukter. Investorer kan ved bruk av opsjoner konstruere produkter med samme risiko og avkastningsprofil som et garantert spareprodukt. Men det er langt enklere for de fleste ikke-profesjonelle investorer å kjøpe et ferdig sammensatt garantert spareprodukt. Profesjonelle aktører har større kompetanse på området og får ofte bedre priser på de finansielle instrumentene som inngår. Enkelte av opsjonsmarkedene er heller ikke tilgjengelige for mindre investorer.

Ved investering i AIOer eller BMAer, kan investorene skyve skattekostnaden på avkastningen ut i tid. Med mindre investoren er garantert en minsteavkastning, beskattes gevinsten først når den realiseres på forfallstidspunktet. Renteinntekter fra vanlige obligasjoner og innskudd beskattes derimot hvert år.

⁴⁶ OBX-indeksen består av de 25 mest likvide verdipapirene i Oslo Børs sin hovedindeks rangert etter seks måneders omsetning.

4 Aktørene

Oversikt over aktørene i markedet for garanterte spareprodukter



4.1 Tilbydere av garanterte spareprodukter

I denne oppgaven anvendes tilbyder som felles betegnelse for utsteder og formidler av garanterte produkter. Tilbydere av garanterte spareprodukter er hovedsakelig banker og verdipapirforetak⁴⁷. BMAer er det kun banker som kan utstede da det kun er banker som har hjemmel til å ta imot innskudd i Norge⁴⁸. Utstederne av AIOer trenger ikke å være verken bank eller verdipapirforetak. Alle som kan utstede obligasjoner kan utstede aksjeindeksobligasjoner. Norsk Tillitsmann ASA hadde per 8. mars 2005

⁴⁷ Verdipapirforetak er definert i vphl. § 1-3, 1. ledd

⁴⁸ Se punkt 2.2

tillitsmannsoppdrag for 53 forskjellige utstedere av aksjeindeksobligasjoner som til sammen hadde 424 forskjellige aksjeindeksobligasjoner utestående. Av de 53 utstederne er 41 norske forretningsbanker, sparebanker eller filialer av skandinaviske forretningsbanker. Blant de resterende utstederne er det to utenlandske verdipapirforetak, en utenlandsk bank, fem kredittforetak (hvorav to er svenske), ett kraftselskap, ett statsforetak (strømprodusent) og to andre typer foretak.⁴⁹ Formidlere av garanterte spareprodukter er ofte verdipapirforetak, men det finnes formidlere som ikke er verdipapirforetak.

I et juridisk perspektiv er det hensiktsmessig å dele inn tilbyderne i tre hovedgrupper: i) finansinstitusjoner, jf. finansvl. § 1-3, ii) norske og utenlandske verdipapirforetak med konsesjon etter vphl. § 7-1 eller tilsvarende tillatelse fra en annen EØS-stat og iii) andre tilbydere som ikke tilhører de to forannevnte grupper. Det er også fornuftig å skille mellom norske og utenlandske utstedere og formidlere. Under beskrives tilbyderne nærmere i følgende undergrupper:

1. Finansinstitusjoner
2. Verdipapirforetak
3. Tilbydere som ikke er finansinstitusjoner eller verdipapirforetak
4. Norske utstedere
5. Norske formidlere som selger en annen tilbyders produkter
6. Norske formidlere som kun videreformidler en annen tilbyders produkter
7. Utenlandske tilbydere

⁴⁹ Kilde: Norsk Tillitsmann ASA

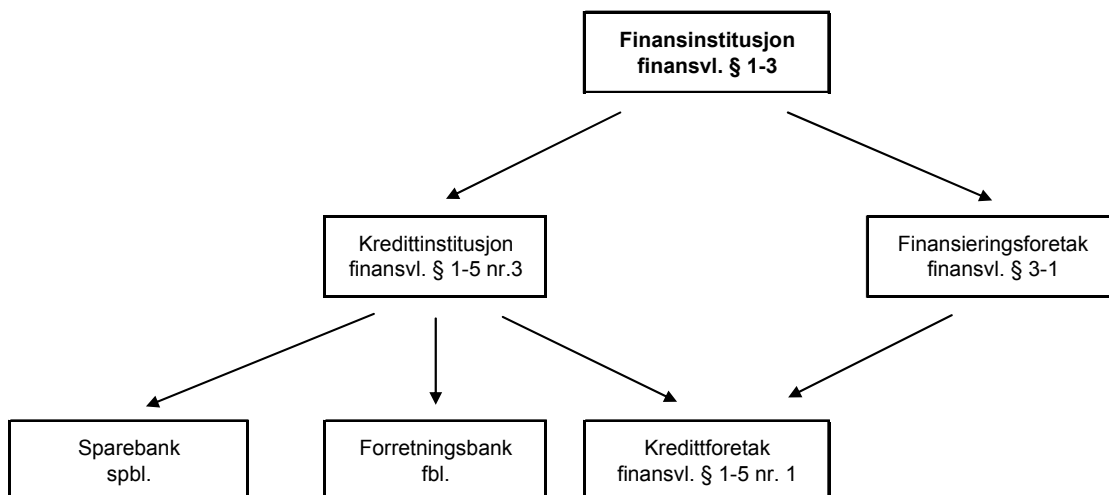
4.1.1 Finansinstitusjoner

Begrepet finansinstitusjoner er definert i finansvl. § 1-3 som ”selskap, foretak eller annen institusjon som driver finansieringsvirksomhet” unntatt foretak som omfattes av unntakene i finansvl. § 1-3, 1. ledd nr. 1 til 5. Finansieringsvirksomhet er definert i finansvl. § 1-2 som ”å yte, formidle eller stille garanti for kreditt eller på annen måte medvirke ved finansiering av annet enn egen virksomhet”. Virksomhet som omfattes av unntakene i finansvl. § 1-2, 1. ledd nr. 1 til 7 er ikke å regne som finansieringsvirksomhet. Forskjellige typer foretak som kan tenkes å tilby garanterte spareprodukter og faller inn under definisjonen av en finansinstitusjon er:

- Forretningsbanker, jf. fbl.
- Sparebanker, jf. spbl.
- Finansieringsforetak, jf. finansvl. § 3-1
- Kredittinstitusjon, jf. finansvl. § 1-5 nr. 3
 - Kredittforetak, jf. finansvl. § 1-5 nr. 1. Kredittforetak er en undergruppe av finansieringsforetak og kredittinstitusjon som i hovedsak finansierer utlånsvirksomheten ved obligasjons- eller sertifikatprogrammer som er åpne for allmennheten. Kredittforetak kan på visse vilkår oppta obligasjonslån sikret ved pant i en utlånsportefølje (porteføljepant) i motsetning til andre finansinstitusjoner som ikke kan oppta slike obligasjonslån, jf. finansvl. § 2-25.
 - Kredittinstitusjon med hovedsete i en EØS-stat med rett til å drive finansieringsvirksomhet i Norge, jf. finansvl. § 1-4, 1. ledd nr. 4
 - Filialer av kredittinstitusjoner med hovedsete utenfor EØS med rett til å drive finansieringsvirksomhet i Norge, jf. finansvl. § 1-4, 1. ledd nr. 5

Figuren under illustrerer sammenhengen mellom de forskjellige foretakstypene som faller inn under definisjonen av finansinstitusjon, jf. finansvl. § 1-3.

Oversikt over finansinstitusjoner som kan tilby garanterte spareprodukter



4.1.2 Verdipapirforetak

Et verdipapirforetak er et foretak som har norsk konsesjon til å yte investeringstjenester etter vphl. § 7-1, 1. ledd eller tilsvarende tillatelse fra en annen EØS-stat. Foretak som yter investeringstjenester, men omfattes av unntakene i § 7-1, 2. ledd⁵⁰, eller kun yter investeringstjenester som ikke krever tillatelse, jf. unntakene i vphl. § 7-1, 3. ledd, regnes ikke som verdipapirforetak.

⁵⁰ Norges Bank, forvaltningsselskaper for verdipapirfond, forsikringsselskaper, foretak med tillatelse til å drive virksomhet som opsjonssentral eller oppgjørssentral eller for virksomhet som utøves i medhold av tillatelse som børs eller autorisert markedsplass

Investerings tjenester er definert i vphl. § 1-2, 1. ledd. De relevante alternativene for salg av garanterte spareprodukter er ”mottak og formidling av ordre på vegne av investor i forbindelse med finansielle instrumenter, samt utførelse av slike ordre”, jf. vphl. § 1-2, 1. ledd nr. 1 og ”markedsføring av finansielle instrumenter”, jf. vphl. § 1-2, 1. ledd nr. 5. De garanterte spareproduktene faller inn under begrepet ”omsettelig verdipapir” i vphl. § 1-2, 3. ledd nr. 2 fordi de er obligasjoner eller annet gjeldsinstrument som kan omsettes i lånemarkedet og er derfor ”finansielle instrumenter”, jf. vphl. § 1-2, 2. ledd.

Et verdipapirforetak er ikke en finansinstitusjon, jf. finansvl. § 1-3, 1. ledd nr. 4, og omfattes derfor ikke av bestemmelsene som gjelder finansinstitusjoner i finansvl.

4.1.3 Tilbydere som ikke er finansinstitusjoner eller verdipapirforetak

Det finnes foretak som ikke er finansinstitusjoner eller verdipapirforetak, men som likevel kan utstede og formidle garanterte spareprodukter. Et eksempel på en slik utsteder av en AIO er Bergenshalvøens Kommunale Kraftselskap AS. Et eksempel på en formidler som ikke trenger å være verdipapirforetak, er et foretak som kun videreformidler ordre og ikke markedsfører de garanterte spareproduktene.⁵¹ Denne gruppen er kun underlagt reglene om prospektplikt ved salg av garanterte spareprodukter.

4.1.4 Norske utstedere

Det er i dag ingen begrensning på hva slags foretak som kan utstede obligasjonslån. Et foretak som kan utstede et ordinært obligasjonslån, kan også utstede aksjeindekserte

⁵¹ Se avsnitt 4.1.6 for mer detaljer om grensen mellom formidling og markedsføring

obligasjonslån. I praksis vil det nok være vanskelig å finne investorer som vil tegne obligasjoner utstedt av et lite ukjent selskap uten garanti på låneopptaket.

Det er i dag bankene som dominerer blant utstederne av AIOer. Disse er underlagt lovgivningen som gjelder for finansinstitusjoner. I tillegg er det noen kredittforetak som utsteder AIOer. Disse omfattes også av finansvl.

Per i dag er det ingen norske verdipapirforetak som er utstedere av AIOer. Det kan imidlertid reises spørsmål om en utsteder som har et verdipapirforetak i samme konsern, også skal omfattes av reglene som gjelder for verdipapirforetak. Et eksempel på en slik utsteder er DnB NOR Bank ASA, med meglerhuset DnB NOR Markets i samme konsern.

Det finnes norske utstedere som ikke er finansinstitusjoner eller verdipapirforetak. Et eksempel er Statkraft SF. Disse foretakene er ikke direkte underlagt lovgivningen som gjelder for finansinstitusjoner og verdipapirforetak.

4.1.5 Norske formidlere som selger en annen tilbyders produkter

Investerings tjenester i vphl. § 1-2, 1. ledd nr. omfatter ”mottak og formidling av ordre på vegne av investor i forbindelse med finansielle instrumenter, samt utførelse av slike ordre”. En norsk formidler som selger en annen aktørs garanterte spareprodukter, vil derfor yte en investerings tjeneste. Med mindre foretaket omfattes av unntaket i vphl. § 7-1, 2. ledd, må det ha tillatelse til å drive investeringsvirksomhet etter vphl. § 7-1, 1. ledd og omfattes dermed av bestemmelsene i vphl. som gjelder verdipapirforetak.

4.1.6 Norske formidlere som kun videreformidler en annen tilbyders produkter

En formidler som kun videreformidler ordre⁵² i garanterte spareprodukter til norske verdipapirforetak, trenger ikke tillatelse til å yte investeringstjenester, jf. unntaket i vphl. § 7-1, 3. ledd nr. 3. Unntaket gjelder når ”investeringstjenesten bare består i å formidle ordre om verdipapirer og andeler i verdipapirfond til verdipapirforetak med adgang til å yte investeringstjenester i Norge eller forvaltningsselskap for verdipapirfond, forutsatt at det ikke forestås oppgjør”. Ren formidling av ordre knyttet til omsettelige verdipapirer krever altså ikke konsesjon. Unntaket åpner for at verdipapirforetak og forvaltningsselskaper for verdipapirfond kan benytte salgsagenter, se NOU 1995: 1 s. 59. Forutsetningen er at oppgjør skjer direkte mellom kunden og verdipapirforetaket eller forvaltningsselskapet og ikke med formidleren.

Unntaket er snevert fordi markedsføring av finansielle instrumenter omfattes av begrepet investeringstjenester, jf. vphl. § 1-2, 1. ledd nr. 5. I Rundskriv 7/2005 ”Videreformidling av ordre – presisering av verdipapirforetaks ansvar”⁵³ presiserer Kredittilsynet hvilke aktiviteter unntaket omfatter og hvilke aktiviteter det anser som markedsføring. At investor tar direkte kontakt med formidleren eller formidleren tar direkte kontakt med investoren, omfattes av unntaket i vphl. § 7-1, 3. ledd nr 3. Et hvert salgsfremmende tiltak mot et publikum som kan tenkes å være potensielle investorer, regnes imidlertid som markedsføring. Salgsfremmende tiltak mot enkeltpersoner eller

⁵² Kjøp, salg og tegning

⁵³ Som tidligere nevnt har ikke rundskriv lovs kraft, men det er sannsynlig at Kredittilsynets synspunkter vil vektlegges av retten

en snevrere investorgruppe enn det potensielle markedet kan gjennomføres av formidlere som driver virksomhet etter unntaket i vphl. § 7-1, 3. ledd nr 3. Unntaket omfatter kun videreformidling av ordre i garanterte spareprodukter til verdipapirforetak. Ordre kan ikke videreformidles til finansinstitusjoner eller andre typer tilbydere. I den senere tid har antall formidlere som driver virksomhet etter unntaket i vphl. § 7-1, 3. ledd nr 3 økt. Kredittilsynet påpeker i Rundskriv 7/2005 at det i flere avtaler mellom formidler og verdipapirforetak ikke tydelig fremgår hvem som har ansvaret for at bestemmelsene i vphl. blir fulgt. Tilsynet presiserer at det er verdipapirforetakene som har det endelige ansvaret, uavhengig av om investoren blir henvist til foretaket via en formidler som driver virksomhet etter unntaket i vphl. § 7-1, 3. ledd nr 3.

4.1.7 Utenlandske tilbydere

4.1.7.1 Utenlandsk kredittinstitusjon

En kredittinstitusjon med hovedsete i en EØS-stat, kan drive finansieringsvirksomhet i Norge forutsatt at den har tillatelse og er underlagt tilsyn i den staten den har hovedsete, jf. finansvl. § 1-4, nr. 4. Filialer av kredittinstitusjoner med hovedsete i stat utenfor EØS, må ha tillatelse til å drive finansieringsvirksomhet i Norge, selv om foretaket har tillatelse i den staten den har hovedsete, jf. finansvl. § 1-4, nr. 5.

Et selskap, foretak eller annen institusjon som driver finansieringsvirksomhet i Norge er å regne som finansinstitusjon, jf. finansvl. § 1-3, 1. ledd. De utenlandske kredittinstitusjonene som driver finansieringsvirksomhet med hjemmel i finansvl. § 1-4, nr.4 og 5, er derfor å regne som finansinstitusjoner og må følge regelverket som gjelder for disse.

4.1.7.2 Utenlandsk verdipapirforetak

Verdipapirforetak med hovedsete i en annen EØS-stat kan yte investeringstjenester i Norge direkte fra forretningssted i annen EØS-stat eller gjennom filial uten tillatelse etter vphl. § 7-1 og uten å oppfylle vilkårene for tillatelse i vphl. § 7-2, jf. vphl. § 7-7. Det er imidlertid et krav at verdipapirforetaket har tillatelse til å yte investeringstjenester og er underlagt tilsyn i hjemstaten, jf. vphl. § 7-7, 1. ledd, 2. pkt. Verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS, kan gis tillatelse av Kongen til å yte investeringstjenester i Norge, jf. vphl. § 7-8.

Bestemmelsene i vphl. kap. 5 og § 9-2 må følges av utenlandske verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat som yter investeringstjenester i Norge, jf. vphl. § 7-9, 1. ledd nr. 3 og 5. De samme bestemmelsene får også anvendelse for utenlandske verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS, jf. vphl. § 7-9, 2. ledd.

4.1.7.3 Utenlandsk tilbyder som ikke er verdipapirforetak eller kredittinstitusjon

Utenlandske tilbydere som ikke omfattes av reglene for finansinstitusjoner eller verdipapirforetak, er ikke underlagt andre regler enn prospektreglene i vphl. kap 5.

4.2 Kjøpere av garanterte spareprodukter

4.2.1 Forbrukere

Den typiske kjøperen av garanterte spareprodukter er en forbruker. 82-83 % av BMA i norske banker tilhører lønnstakere, studenter, trygdede, pensjonister o.a.⁵⁴ Finansvl.

⁵⁴ Kilde: Norges Bank / Statistikkavdelingen / Seksjon for finansstatistikk

bruker begrepet forbruker i flere bestemmelser⁵⁵, men begrepet defineres ikke. Begrepet defineres imidlertid i en rekke andre lover. Relevant i denne forbindelsen er definisjonen i Lov om finansavtaler og finansoppdrag av 25. juni 1999 nr 46 (finansavtl). ”Med forbruker menes en fysisk person når avtalens formål for denne ikke hovedsakelig er knyttet til næringsvirksomhet”, jf. finansavtl. § 2. Lov om forbrukerkjøp av 21. juni 2002 nr 34 (forbrukerkjøpsloven) har en tilsvarende definisjon, jf. § 1, 3. ledd. Med utgangspunkt i disse definisjonene, kan en forbruker som investerer i garanterte spareprodukter defineres som en fysisk person som ikke hovedsakelig investerer som ledd i næringsvirksomhet. I praksis er alle fysiske personer som ikke er profesjonelle aktører⁵⁶, forbrukere.

4.2.2 Profesjonelle aktører

Grensen mellom forbruker og profesjonell aktør er først og fremst viktig i forhold til tilbyders informasjons- og rådgivningsplikt. Utover dette gjelder de samme rettsreglene for salg av garanterte produkter til forbrukere og profesjonelle aktører.

Profesjonelle aktører forutsettes å være mer kompetente til å vurdere finansielle produkter på egen hånd, uten rådgivning fra utsteder. I tråd med det generelle forbrukerhensynet, er kravene til opplysnings- og rådgivningsplikt når kjøperen er forbruker strengere enn hvis kjøperen er profesjonell. Dette kommer tydelig frem i unntaket fra plikten til å utarbeide prospekt ved tilbud som fremsettes overfor profesjonelle investorer, jf. vphl. § 5-2. Bestemmelsen definerer profesjonelle investorer

⁵⁵ Finansvl. §§ 2-12a og 2-37

⁵⁶ Se punkt 4.2.2

som ”personer som investerer i verdipapirer som ledd i sin yrkesvirksomhet og som er registrert hos børsen som profesjonell investor”, jf. 1. ledd. Unntaket fra prospektplikten skal omfatte investorer som må forventes å være i stand til å vurdere de opplysninger som foreligger uten at de fremstilles i et prospekt, jf. NOU 1996: 2 s. 148, jf. Ot.prp. nr. 29 (1996-97) s. 92. Som eksempler nevnes finansinstitusjoner og andre institusjoner som har som del av sin virksomhet å investere i verdipapirer.

Børsstyret ved Oslo Børs har fastsatt ”Forskrift om registrering som profesjonell investor” av 15. desember 1997 nr 1306. I følge forskriftens § 2 kan følgende investorer registrere seg som profesjonelle uten krav til størrelsen på virksomheten:

- Finansinstitusjoner
- Forvaltningsselskap for verdipapirfond
- Pensjonskasser og pensjonsfond
- Verdipapirforetak med tillatelse til å omsette finansielle instrumenter for egen regning
- Foretak med aksjer notert på norsk eller utenlandsk børs

Andre enn disse må, for å bli registrert som profesjonell investor, drive med investeringsvirksomhet som innebærer at investoren investerer i finansielle instrumenter som ledd i sin virksomhet. De finansielle instrumentene må ha en markedsverdi på NOK 20 millioner ved registrering. Markedsverdien må ikke over noen etterfølgende periode på tre måneder være lavere enn NOK 10 millioner, jf. forskriftens § 3.

I noen tilfeller videreselger utsteder sine produkter til en formidler. Hvis formidleren skal selge produktene videre i det norske markedet, må formidleren være et

verdipapirforetak. Salget fra utstederen til formidleren omfattes av reglene som gjelder for garanterte spareprodukter, men med de unntak som gjøres for salg til profesjonelle aktører.

5 Rundskriv 4/2004 fra Kredittilsynet

Garanterte spareprodukter har de siste årene fått mer spalteplass i pressen og mer oppmerksomhet hos tilsynsmyndighetene. Utstederne blir kritisert for ikke å vise investorene på entydig klar måte hvor store kostnader som er forbundet med produktene. Kredittilsynet startet våren 2002 med å utarbeide retningslinjer for informasjon som skulle gis investorene i forbindelse med utstedelse og salg av garanterte spareprodukter. Etter høringsrunden høsten 2003, ble retningslinjene fastsatt av Kredittilsynet i februar 2004 og ble sendt ut i Rundskriv 4/2004 datert 16. februar 2004.⁵⁷

Som nevnt tidligere, er ikke garanterte spareprodukter et juridisk begrep og det finnes ingen eksplisitt lovregulering av slike produkter. I rundskriv 4/2004 har Kredittilsynet fastsatt retningslinjer for hvilken informasjon som skal gis spareren i forbindelse med utstedelse og salg av garanterte spareprodukter for at kravet til informasjons i vphl. § 9-2 og finansvl. § 2-11 skal være oppfylt. Rundskrivet er den eneste rettskilden som samlet behandler reglene for garanterte spareprodukter. Selv om rundskrivet ikke har

⁵⁷ I rundskrivet kaller Kredittilsynet de garanterte produktene for sammensatte produkter.

lovs kraft, vil det med stor sannsynlighet bli vektlagt ved tolking av vphl. § 9-2 og finansvl. § 2-11.

Hovedformålet med retningslinjene er å sette investorene bedre i stand til å sammenlikne forskjellige garanterte spareprodukter og å sammenlikne garanterte spareprodukter med andre spareprodukter. Flere klagesaker til Bankklagenemnda og andre presseoppslag etter fallet i markedsverdier i 2001 og 2002 kan tyde på at det har vært et misforhold mellom den informasjon tilbydere av spareproduktene har gitt og de behov investorene har.

Retningslinjene i rundskrivet er gjengitt nedenfor.

1. Generelle opplysninger

Det skal opplyses om:

- *Hvilke indekser eller andre nærmere definerte markedsvariabler som benyttes og hvordan de beregnes, herunder om de er utbyttejustert.*
- *Hvordan indeksene eller variablene henger sammen med produktet og hvordan avkastningsfaktoren er.*
- *Hvilket beløp kunden med full sikkerhet uansett skal kunne innløse ved utløpet av løpetida.*
- *Hvor kundene finner indeksene eller variablene, og hvordan de kan beregne avkastningen.*

2. Opplysninger om pris og godtgjørelse

- *I tegningsinnbydelsen må det oppgis estimert pris på produktet og estimert bruttogodtgjørelse i prosent av den enkelte andel.*

- *Når tegningstida er utløpt, må det opplyses om den endelige prisen og bruttogodtgjørelsen kunden betaler.*
- *Det skal opplyses om at ulike tilbydere vil kunne få ulik pris på derivatdelen i produktet avhengig av hvilken strategisk posisjon de har i markedet.*

3. Avkastning

- *Det skal gis en oversikt over historisk avkastning de siste 10 årene i de ulike indeksene som benyttes. Avkastningen oppgis som effektiv rente p.a. Det skal opplyses at historisk avkastning ikke er noen garanti for framtidig avkastning. I de tilfellene produktets avkastning er knyttet til indekser der 10 års historikk ikke er mulig å beregne, skal det opplyses eksplisitt at Kredittilsynets krav til 10 års historikk ikke er oppfylt.*
- *Kunden skal få opplyst hvilken avkastning kunden ville fått ved å plassere tilsvarende beløp i norske statsobligasjoner med samme gjenstående løpetid som produktet.*

4. Tilleggs kostnader

- *Alle kostnader, både direkte og indirekte (f.eks. til VPS), i produktets løpetid, skal oppgis.*

5. Avbrudd og likviditet

- *Kunden skal gjøres oppmerksom på om, og i hvilken grad produktet faktisk er omsettelig.*
- *Det skal gis klar informasjon om kostnader og mulige tap ved å gå ut av produktet før forfall.*
- *Dersom avtalen gir rett til avkastning utover tilbakebetaling av det innbetalte beløpet, skal kunden få opplyst dette i prosent p.a. av det innbetalte beløpet.*

- *Dersom avtalen ikke gir rett til hele det innbetalte beløpet, skal kunden få opplyst hvor stor del av beløpet kunden har rett på.*
- *Det skal gjøres rede for motpartrisiko og forholdet til sikringsfondene.*

6. Andre forhold

- *Det bør særlig nevnes at endring i skattereglene kan få tilbakevirkende kraft.*

Tilbudet og mangfoldet av sammensatte produkter har økt i takt med den økende etterspørselen. Trenden går mot mer komplekse produkter. Kredittilsynet har i 2003 og i 2004 evaluert flere forhold hvor banker og verdipapirforetak tilbyr garanterte produkter og har i noen tilfeller uttalt kritikk mot informasjonen som er gitt til markedet i forbindelse med utstedelsen av produktet.

6 Prospektplikt ved offentlige tilbud og opptak til notering

6.1 Prospektkrav ved offentlige tilbud, jf. vphl. kap. 5

For offentlige tilbud av garanterte spareprodukter gjelder prospektkravene i vphl. kap. 5. Kapitlet inneholder blant annet regler om hva som utløser prospektplikt, unntak fra prospektplikten, krav til prospektets innhold, prospektkontroll og regler om offentliggjøring av prospekt. Relevant i denne sammenheng er hva som utløser prospektplikt, unntakene fra prospektplikten og kravet til prospektets innhold.

Formålet med prospektplikten er investorbeskyttelse. Investor skal få nok opplysninger om verdipapiret og utstederen til at han kan foreta en grundig vurdering av risikoen relatert til den aktuelle investeringen.

Prospektreglene i kap. 5 i vphl. gjennomfører Council Directive 89/298/EEC of 17 April 1989 coordinating the requirements for the drawing-up, scrutiny and distribution of the prospectus to be published when transferable securities are offered to the public (Prospektdirektivet 89/298). Dette direktivet vil imidlertid bli erstattet av Prospektdirektivet 03/71 som ble inntatt i EØS-avtalen 8. juni 2004.

6.1.1 Prospektplikten ved offentlige tilbud

Det foreligger plikt til å utarbeide prospekt ”ved tilbud om tegning⁵⁸ av omsettelige verdipapirer som rettes til flere enn 50 personer i det norske verdipapirmarkedet og gjelder et beløp større enn 40.000 euro”⁵⁹, jf. vphl. § 5-1, 1. ledd, 1. pkt. Plikten gjelder for omsettelige verdipapirer slik de defineres i vphl. § 1-2, 3.ledd og omfatter dermed garanterte spareprodukter. Plikten er uavhengig av om verdipapirene er børsnoterte⁶⁰ eller unoterte.

⁵⁸ Med tilbud om tegning menes invitasjon til å delta i tegning i forbindelse med utstedelse av nye verdipapirer.

⁵⁹ Tilsvarende NOK 320.000 på kurs EURNOK 8.

⁶⁰ Med børsnoterte verdipapirer menes verdipapirer notert på norsk børs.

Tilsvarende som ved tilbud om tegning, skal det utarbeides prospekt ved førstegangs tilbud om kjøp⁶¹ av omsettelige verdipapirer som ikke er børsnoterte, og hvor det ikke tidligere er utarbeidet prospekt, jf. vphl § 5-1, 1. ledd 2. pkt. Plikten etter 2. pkt gjelder i motsetning til 1. pkt kun verdipapirer som ikke er børsnoterte. Det gjøres imidlertid unntak ved tilbud om kjøp av børsnoterte verdipapirer, når tilbudet fremsettes før det har gått tre måneder fra verdipapirene ble utstedt, jf. vphl. § 5-1, 3. ledd. Unntaket skal hindre at prospektplikten omgås ved at førstegangs tilbud om kjøp av børsnoterte verdipapirene rettes til et begrenset antall investorer som selger verdipapirene videre uten å være underlagt prospektplikt.

Prospektplikten gjelder uavhengig av hvilken type foretak utstederen eller formidleren er, og uavhengig av om utstederen eller formidleren er norsk eller utenlandsk. Tilbud om tegning eller første gangs kjøp av omsettelige verdipapirer rettet utelukkende mot utenlandske investorer eller som rettes mot færre enn 50 personer i det norske markedet, er ikke underlagt de norske prospektreglene, selv om tegningsbeløpet er større enn EUR 40.000. Rettes et tilbud om tegning av omsettelige verdipapirer til investorer i andre stater, vil lovgivningen der bli avgjørende. USA, Canada og enkelte andre land har komplekse og til dels meget strenge regler på feltet.

6.1.2 Unntak fra prospektplikten ved offentlige tilbud

Vphl. §§ 5-2 til 5-4 er unntak fra hovedregelen om prospektplikt. I vphl. § 5-2, 1. ledd er det gjort unntak fra prospektplikten for tilbud som bare rettes til personer som

⁶¹ Med tilbud om kjøp menes at investorene får tilbud om å kjøpe verdipapirer fra tilbyder

investerer i verdipapirmarkedet som ledd i sin yrkesvirksomhet og som er registrert hos børsen som profesjonelle investorer⁶². Tilsvarende unntak gjelder ved tilbud om erverv eller tegning av verdipapirer som legges ut i enkeltstørrelser med pålydende eller krav på vederlag på minst EUR 40.000, jf. vphl. § 5-2, 2. ledd. Unntaket er begrunnet med at profesjonelle investorer og investorer som tegner eller kjøper verdipapirer for minst EUR 40.000, har tilstrekkelig kompetanse til å kunne foreta en forsvarlig vurdering av investeringen uten dokumentasjon i form av et prospekt. Hovedhensynet bak prospektreglene om investorbeskyttelse, gjør seg mindre gjeldende i disse tilfellene.

Tilbud som tar sikte på å skaffe til veie midler til ideelle formål, kan unntas for prospektplikten ved enkeltvedtak eller forskrift, jf. vphl. § 5-3, 2. ledd. Tilbud som gjelder nærmere angitte obligasjoner eller tilsvarende omsettelige verdipapirer, jf. vphl. § 5-3, 1. ledd nr 1 og 3. ledd, kan også unntas fra plikten til å offentliggjøre prospekt. Ingen av unntakene er særlig relevante for garanterte spareprodukter. Unntaket for obligasjoner som utstedes ”fortløpende eller gjentatte ganger av finansinstitusjoner”, jf. vphl. § 5-3, 3. ledd nr. 1, omfatter ikke garanterte spareprodukter. Bestemmelsen er beregnet for såkalte ”åpne lån” der det fortløpende utstedes nye og likelydende obligasjoner.

Plikten til å utarbeide prospekt gjelder ikke ved tilbud fremsatt av et selskap til selskapets ansatte om kjøp eller tegning til særlig gunstige vilkår av verdipapirer

⁶² Se punkt 4.2.2. for definisjon av profesjonelle investorer

utstedt av selskapet, jf. vphl. § 5-4. De opplysninger et prospekt skal inneholde, skal likevel være tilgjengelig for de ansatte på deres arbeidssted. Unntaket er lite praktisk for garanterte spareprodukter, idet det er lite sannsynlig at et foretak vil utstede et garantert spareprodukt bare for egne ansatte. Bestemmelsen er utformet med tanke på foretak som utsteder og selger aksjer i foretaket med rabatt til ansatte. I slike tilfeller vil ikke hensynet til investorbeskyttelse veie like tungt, da ansatte må antas å ha bedre kjennskap til virksomheten enn andre investorer. For garanterte spareprodukter er det imidlertid ikke en selvfølge at ansatte har bedre kunnskap om produktene enn andre investorer.

6.1.3 Krav til prospektets innhold ved offentlige tilbud

Vphl. § 5-5 angir hvilke opplysninger som skal med i et prospekt. Bestemmelsen utfylles av "Forskrift om krav til opplysninger i prospekt ved offentlig tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer" av 7. november 1997 nr 1151 (prospektforskriften). Denne forskriften viser til "Børsforskrift" av 17. januar 1994 nr 30 (børsforskriften) hva angår verdipapirer som er eller søkes børsnotert. Det stilles mer omfattende krav til informasjon i prospekter til børsnoterte verdipapirer.

Hovedbestemmelsen er at et prospekt skal innholde "de opplysninger som, avhengig av særlige forhold hos tilbyder og arten av de verdipapirer som tilbys, er nødvendig for at investorene skal kunne foreta en velfundert vurdering av utsteders økonomiske stilling og utsikter og av rettigheter knyttet til de nevnte verdipapirer", jf. vphl. § 5-5, 1. ledd, 1. pkt. Prospektforskriften og børsforskriften inneholder en rekke bestemmelser med detaljerte krav til hvilke opplysninger som skal være med i prospektene. Disse

bestemmelsene er imidlertid ikke uttømmende, da det avgjørende er om opplysningen oppfyller vilkårene i vphl. § 5-5 1. ledd, 1. pkt.

Kravet til innholdet i prospektet i vphl. § 5-5 må sees i sammenheng med vphl. § 5-13 og § 14-3, 2. ledd nr 3, som sier at aksept av tilbud ikke er bindende hvis det er gitt villedende eller ufullstendige opplysninger og at det er straffbart å gi villedende eller uriktige opplysninger. Informasjonen som gis i prospekter må altså være fullstendig og korrekt. Selv om opplysningene er fullstendige og korrekte, kan formen medføre at informasjonen er villedende. Det stilles ingen eksplisitte krav til fremstillingsformen i bestemmelsen. Formålet med bestemmelsen tilsier likevel at informasjonen må fremstå tilstrekkelig klar til at investor på bakgrunn av opplysningene kan foreta en ”velfundert vurdering”. Dette følger også av Prospektdirektivet 89/298 Article 11 nr 2, som krever at opplysningene gis i en form som letter analysen og forståelsen mest mulig. Det er naturlig at det stilles strengere krav til fremstillingsformen i prospekter for garanterte spareprodukter, som hovedsakelig selges til forbrukere, enn i tilfeller der målgruppen er profesjonelle aktører.

Kravet til at prospektet skal innholde nødvendige opplysninger for at ”investor skal kunne foreta en velfundert vurdering” ”av rettigheter knyttet til de nevnte verdipapirer” er særlig relevant for garanterte spareprodukter. Kravet innebærer at investorene må få opplysninger om risiko, rettigheter og avkastningsmuligheter. For garanterte spareprodukter som er løpetidsplasseringen, må det også gis informasjon om rettigheter ved innløsning før forfall. Det kan også synes naturlig at det opplyses om kostnader relatert til produktet, herunder kostnader relatert til innløsning før forfall og

opplysninger om utsteders og tilretteleggers provisjon. Slik informasjon er nødvendig for å vurdere avkastningsmuligheten justert for kostnadene relatert til produktet.

Kredittilsynet er av den oppfatning at opplysningsplikten som følger av vphl. § 9-2 og finansvl. § 2-11 inneholder et slikt krav.⁶³ Det er imidlertid usikkert om vphl. § 5-5 krever opplysninger om utsteders og tilretteleggers provisjon. Markedspraksis fra før Rundskriv 4/2004 tyder på aktørene ikke innfortolket et slikt krav i vphl. § 5-5. De fleste prospektene utgitt før Rundskriv 4/2004 inneholdt ikke fullstendige opplysninger om utstedernes og tilretteleggerens provisjon.⁶⁴ Den vanligste mangelen var at det ikke var gitt informasjon om provisjonen i de tilfellene hvor utsteders og tilretteleggers kostnader for sikringsforretningen var lavere enn renteinntektene på det garanterte beløpet. Denne typen provisjon blir ofte kalt ”skjult gebyr”.

Opplysningene som skal med i prospektet avhenger av ”arten av de verdipapirer som tilbys”, jf. vphl. § 5-5, 1. ledd. Prospektplikten omfatter alle omsettelige verdipapirer⁶⁵. Verdipapirene som omfattes av prospektplikten er meget forskjellige og det er derfor naturlig at opplysningsplikten varierer med typen verdipapir som tilbys. Garanterte spareprodukter er mer kompliserte enn ordinære aksjer og obligasjoner og opplysningsplikten bør derfor være mer omfattende. Kravet til opplysninger i prospekt i

⁶³ Rundskriv 4/2004

⁶⁴ John Rune Hofsdal og Baljinder Singh Rihel gjennomgikk i sin siviløkonomutredning ved Høyskolen i Kristiansand 2004 en rekke prospekter som ble utgitt før og etter rundskrivet. I tabell 5.1 er det en oversikt over prospekter utgitt før rundskrivet som ikke oppfylte kravet til informasjon i retningslinjene i rundskrivet.

⁶⁵ Jf. vphl. § 1-2, 3. ledd

vphl. § 5-5 er nok ikke like omfattende som retningslinjene i Rundskriv 4/2004 for opplysningsplikten som følger av vphl. § 9-2 og finansvl. § 2-11.

6.2 Prospektkrav ved opptak til notering, jf. børsl. §§ 5-6 og 6-7

Prospektbestemmelsene i børsl. og børsforskriften inkorporerer Børsdirektivet 01/34.

Det nye Prospektdirektivet 03/71 vil erstatte enkelte prospektbestemmelser i

Børsdirektivet 01/34 om betingelser for opptak av verdipapirer til notering på børs, samt opplysninger som skal offentliggjøres om verdipapirene.

6.2.1 Prospektplikten ved opptak til notering

Det skal offentliggjøres prospekt ved søknad om opptak av verdipapirer til notering, jf. børsl. § 5-6, 2. ledd og § 6-7, 2. ledd, samt bestemmelser i børsforskriften. For notering av garanterte spareprodukter er det børsforskriftens Del VI. "Prospekter for lån" som er relevant. Børsforskriftens regler gjelder som et selvstendig regelsett ved siden av bestemmelsene i vphl. kap. 5. For børsnoterte lån skal det i utgangspunktet utarbeides prospekt ved enhver emisjon, jf. børsforskriften § 20-2, 1. ledd, 1. pkt. I motsetning til vphl. § 5-1, er det ikke unntak fra å utarbeide prospekt hvis tilbudet rettes til færre enn 50 personer, tilbudet ikke er rettet mot det norske markedet eller tilbudet gjelder et beløp under EUR 40.000.

6.2.2 Unntak fra prospektplikten ved opptak til notering

Børsen kan helt eller delvis fritas fra plikten til å utarbeide prospekt ved børsnotering av obligasjoner, når særlige grunner tilsier det, jf. børsforskriften § 20-2, 2. ledd. I tillegg kan børsen helt eller delvis når visse vilkår er oppfylt gjøre unntak fra prospektplikten hvis obligasjonene utstedes av låntager hvis obligasjoner har vært notert i annen EØS-

stat, jf. børsforskriften § 20-3, 2. ledd. Det er færre unntak fra prospektplikten ved opptak til notering enn ved offentlige tilbud.⁶⁶

6.2.3 Krav til prospektets innhold ved opptak til notering

Børsforskriften § 21-2 angir hvilke opplysninger som skal være med i prospektene. For de verdipapirene som også omfattes av prospektreglene i vphl. kap. 5, vil opplysninger som omfattes av hovedbestemmelsen i vphl. § 5-5, 1. ledd, 1. pkt måtte tas med i prospektet, selv om disse ikke spesifikt er nevnt i børsforskriftens bestemmelser. Børsen kan imidlertid i visse tilfeller gi tillatelse til å bruke prospekter med færre opplysninger enn det som følger av børsforskriften § 21-2, jf. børsforskriften §§ 21-3 og 21-4.

Tilfellene hvor det kan gis tillatelse til å bruke prospekter med færre opplysninger er i stor grad sammenfallende med unntakene fra prospektplikten ved offentlige tilbud i vphl. kap. 5⁶⁷.

6.3 Prospektdirektivet 03/71⁶⁸

Prospektdirektivet 03/71 ble inntatt i EØS-avtalen 8. juni 2004 og skal gjennomføres innen 1. juli 2005. Kommisjonen vedtok i tillegg 29. april 2004 en forordning med utfyllende regler til direktivet hva gjelder krav til format, henvisning fra prospektet til andre opplysninger, publisering av prospekt og annonsering i forbindelse med tilbud/notering av verdipapirer. Reglene i Prospektdirektivet 03/71 erstatter

⁶⁶ Se avsnitt 6.1.2 for mer om unntakene fra prospektplikten ved offentlige tilbud.

⁶⁷ Se punkt 6.1.2 for mer om unntakene fra prospektplikten ved offentlige tilbud.

⁶⁸ Kilde: Forslag til nye regler om prospekt ved offentlige tilbud om tegning og kjøp av omsettelige verdipapirer og ved opptak til notering av disse på børs eller autorisert markeds plass - Avgitt av arbeidsgruppe nedsatt av Kredittilsynet 1. juni 2004

Prospektdirektivet 89/298 og enkelte prospektbestemmelser i Børsdirektivet 01/34 om betingelser for opptak av verdipapirer til notering på børs, samt opplysninger som skal offentliggjøres om disse instrumentene. En vesentlig del av det nye direktivet er videreføring av bestemmelser i Prospektdirektivet 89/298 og Børsdirektivet 01/34, som allerede er gjennomført i norsk rett.

I gjennomgangen av Prospektdirektivet 03/71 vil bestemmelsene som avviker fra gjeldende norsk rett vektlegges. De bestemmelsene som kun viderefører bestemmelser i Prospektdirektivet 89/298 og Børsdirektivet 01/34 legges det mindre vekt på.

6.3.1 Prospektplikt ved offentlige tilbud og opptak til notering

Prospektdirektivet 03/71 Article 1, nr. 1 stiller krav til prospekt ved:

1. offentlige *tilbud om tegning og kjøp* av omsettelige verdipapirer, og
2. *opptak til notering* på regulert marked.

Prospektdirektivet 03/71 gjelder kun *tilbud om tegning eller kjøp* som gjelder beløp på EUR 2.500.000 eller mer, jf. Article 1, 2. (h) og som rettes til 100 personer eller flere, jf. Article 3, 2. (b). Det er ikke adgang til å fastsette prospektplikt ved beløp under EUR 100.000, jf. Article 3, 2. (e). Medlemsstatene står fritt til å fastsette prospektplikt etter nasjonale regler for tilbud om tegning eller kjøp mellom EUR 100.000 og EUR 2.500.000.

Etter gjeldende regler inntre prospektplikt etter vphl. ved tilbud om tegning eller førstegangs kjøp rettet til 50 personer eller flere som gjelder beløp på over EUR 40.000.

Prospektplikten blir mer begrenset når terskelen må heves fra 50 til 100 personer og beløpsgrensen må heves fra EUR 40.000 til EUR 100.000. Beløpsgrensen kan imidlertid heves helt til EUR 2.500.000.

Utgangspunktet i Prospektdirektivet 03/71 er at det skal utarbeides prospekt ved enhver *notering* av omsettelige verdipapirer på regulert markeds plass. Dette er en videreføring av gjeldende rett for lån som søkes opptatt til notering, jf. børsforskriften § 20-2, 1. ledd, 1. pkt. og medfører derfor ingen endring i prospektplikten for garanterte spareprodukter som søkes opptatt til notering.

6.3.2 Unntak fra prospektplikten etter Prospektdirektivet 03/71

Etter direktivets Article 3 nr. 2 gjelder prospektplikten ikke for følgende typer tilbud om tegning eller kjøp av verdipapirer:

- Article 3 nr. 2 (a) *tilbud som kun rettes mot profesjonelle investorer,*
- Article 3 nr. 2 (c) *tilbud hvor verdipapirene bare kan erverves mot et vederlag på minst EUR 50.000 per investor for hvert enkelt tilbud (minstetegning),*
- Article 3 nr. 2 (d) *tilbud hvis pålydende per enhet beløper seg til minst EUR 50.000.*

Etter gjeldende regler unntas tilbud om erverv eller tegning av verdipapirer som legges ut i enkeltstørrelser på EUR 40.000 eller med krav om minstetegning på EUR 40.000 fra prospektplikten, jf. vphl § 5-2, 2. ledd. Prospektplikten blir mer begrenset når beløpsgrensen må heves fra EUR 40.000 til EUR 100.000 både for minstetegning og for pålydende per enhet. Unntaket for tilbud som kun rettes til profesjonelle investorer tilsvarer gjeldende rett, jf. vphl. § 5-2.

I Article 4 nr. 1 unntas visse verdipapirer fra plikten til å utarbeide prospekt ved tilbud om tegning og kjøp av omsettelige verdipapirer. Det er kun unntaket i bokstav (e) som gjelder tilbud til ansatte, som er relevant for garanterte spareprodukter. Som nevnt tidligere, er det lite sannsynlig at en arbeidsgiver vil utstede et garantert spareprodukt kun for sine ansatte.

I Article 4 nr. 2 unntas visse typer verdipapirer fra plikten til å utarbeide prospekt ved opptak til notering. Også her gjøres det unntak for verdipapirer som tilbys til ansatte. I tillegg kan verdipapirer som er tatt opp til notering på et annet regulert marked på visse vilkår unntas fra prospektplikten.

Det gjøres også unntak fra prospektplikten på bakgrunn av hva slag foretak utstederen representerer. Unntakene som får anvendelse for garanterte spareprodukter finner vi i Article 1 nr. 2 (b), (d) og (e).

6.3.3 Krav til prospektets innhold etter Prospektdirektivet 03/71

Krav til prospektets innhold varierer avhengig av type verdipapir som tilbys/noteres, hvem som er utsteder/tilbyder og hvem tilbudet er rettet mot. Kravet til innhold er mindre for obligasjoner enn aksjer.

Etter direktivets art. 5 nr. 1 skal prospektet inneholde ”opplysninger som avhengig av utstederens art og den type verdipapirer som tilbys eller søkes opptatt til notering, er nødvendig for at investorene skal kunne foreta en velfundert vurdering av utstede og

eventuelle garantisters økonomiske stilling og utsikter, og av rettigheter knyttet til de aktuelle verdipapirene. Opplysningene skal gis i en form som letter analysen og forståelsen mest mulig.”

At det stilles krav til opplysninger om garantisters økonomiske stilling og utsikter, er nytt i forhold til vphl. § 5-5. For øvrig er bestemmelsen sammenfallende med vphl. § 5-5⁶⁹.

EU-kommisjonens forordning av 29. april 2004 kapittel II inneholder utfyllende bestemmelser om opplysninger som skal gis i prospekt, se direktivets Article 7.

Detaljerte opplysningskrav er angitt i forordningen og vedlegg til denne. Det følger av forordningens Article 3 at myndighetene ikke kan kreve at et prospekt skal inneholde informasjon av annen art enn det som er angitt i forordningen med vedlegg.

Myndighetene kan imidlertid kreve utfyllende informasjon av samme art som angitt, dersom dette anses nødvendig for å sikre at direktivets art. 5 nr. 1 overholdes.

Den mulighet finansinstitusjoner i dag har til å benytte mindre omfattende prospekt ved børsnotering av obligasjoner, jf. børsforskriften § 21-3, vil i samsvar med direktivet falle bort.

⁶⁹ Se punkt 6.1.3 for beskrivelse av kravene som følger av vphl. § 5-5.

7 God forretningsskikk, jf. verdipapirhandelloven § 9-2

Vphl. § 9-2 *God forretningsskikk* implementerer ISD 93/22 art. 11. Dette direktivet blir erstattet av ISD II 04/39. Regjeringen har oppnevnt et lovutvalg som skal foreslå nødvendige regelverksendringer for å gjennomføre ISD II 04/39. Innen 20. august 2005 skal utvalget ha utarbeidet sitt forslag til Finansdepartementet om hvordan ISD II 04/39 kan implementeres i det norske lovverket.

Begrepet god forretningsskikk er en rettslig standard. Rettslige standarder er i stadig utvikling og tilpasses endringer i omgivelsene de anvendes i. Siden begrepet god forretningsskikk er et dynamisk begrep, må rettsanvenderen være forsiktig med å legge stor vekt på tidligere praksis. Et viktig moment ved vurderingen er hva som er vanlig bransjepraksis. Men selv om en praksis er utbredt i bransjen, er det ikke ensbetydende med at den er i tråd med god forretningsskikk.

Det foreligger noe bransjepraksis og forvaltningspraksis samt uttalelser fra klagenemnder i bransjen, som har en viss rettskildemessig betydning for tolkningen av innholdet i begrepet god forretningsskikk i vphl. § 9-2. I tillegg finnes det også internasjonale standarder som kan bidra til forståelsen av bestemmelsen.

Utgangspunktet er at kravene som stilles til verdipapirforetakene i norske lov- og forskriftbestemmelser er uttømmende. Standardene kan ikke påberopes hvis de stiller strengere krav enn det som følger av norsk lov. Hvis Kredittilsynet i rundskriv har opplyst at kravene i bestemmelsen oppfylles hvis praksisen eller standardene følges, er det sannsynlig at disse vil vektlegges. Kredittilsynet kan også i rundskriv klargjøre hva det anser for å være god forretningsskikk, men synspunktene er ikke rettslig avgjørende.

Vphl. § 9-2 *God forretningsskikk* må sees i sammenheng med vphl. § 2-5 *Forbud mot urimelig forretningsmetode*. Vphl. § 2-5, 1. ledd innholder et forbud mot urimelige forretningsmetoder som gjelder generelt for all handel med finansielle instrumenter. Vphl. § 2-5, 2. ledd innholder et krav til god forretningsskikk ved henvendelser til verdipapirmarkedet om kjøp, salg eller tegning av finansielle instrumenter. Overtredelser av 2. ledd vil som oftest anses som brudd på 1. ledd, men noe som ikke regnes for god forretningsskikk er ikke automatisk å betrakte som en urimelig forretningsmetode. Overtredelse av 1. ledd vil anses som brudd på god forretningsskikk.

7.1 Hensyn

Det sentrale hensynet bak vphl. § 9-2 er investorbeskyttelse. Dette hensynet må avveies mot de byrder og kostnader dette påfører tilbyderne. Investorbeskyttelse er særlig viktig ved salg av garanterte spareprodukter fordi investorene er forbrukere og produktene er kompliserte og forskjellige fra tradisjonelle spareprodukter som bankinnskudd og verdipapirfond.

Formålsbestemmelsen i vphl. § 1-1 gir også retningslinjer for hvilke overordnede hensyn vphl. skal ivareta. De overordnede hensynene er å legge til rette for en sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter. For å oppnå markedseffektivitet er det nødvendig at aktørene har lik informasjon. For at formålet om effektiv handel skal være ivaretatt når garanterte spareprodukter selges fra en profesjonell tilbyder til en forbruker, er det nødvendig at tilbyderen informerer forbrukeren om produktets kostnader, risiko og avkastningspotensiale.

7.2 Konkret vurdering; kundens investeringserfaring er avgjørende

Vurderingen av om et foretak har opptrådt i henhold til god forretningsskikk er konkret. Dette kommer klart frem i vphl. § 9-2, 2. ledd som sier at vurderingen skal gjøres på bakgrunn av investorenes profesjonalitet⁷⁰. De som investerer i garanterte spareprodukter, er i all hovedsak forbrukere. For at kravet til god forretningsskikk skal være oppfylt, må tilbyderne gi så utfyllende og forklarende informasjon at vanlige forbrukere får et riktig bilde av kostnader, risiko og avkastningspotensiale. At kravet til informasjon varierer med målgruppen, går igjen flere steder i finanslovlovgivningen. Som beskrevet i punkt 6.1.3, er kravet til fremstillingsformen i prospekter strengere i tilfeller hvor tilbudet rettes mot forbrukere.

7.3 God forretningsskikk; ivareta kundens interesser på beste måte

For å oppfylle kravet til god forretningsskikk skal verdipapirforetakene sørge for at ”kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte”, jf. vphl. § 9-2, 1. ledd 2. pkt. Hvis kostnadene forbundet med et garantert spareprodukt er høye i forhold til risiko og avkastningspotensialet sammenliknet med alternative spareprodukter, er det usikkert om verdipapirforetaket ivaretar kundens interesser på beste måte. Hvis et verdipapirforetak konsekvent anbefaler et produkt de selv har høy provisjon på, men som ikke er det beste produktet for kundene når man tar hensyn til kostnader, risiko, kundenes investeringshorisont og risikoprofil, kan det være i strid med god forretningsskikk.

⁷⁰ Se punkt 4.2.2 for definisjon av profesjonelle investorer.

Oppregningen under vphl. § 9-2, 1. ledd nr. 1-6 indikerer hvilke momenter som er viktige i vurdering av om det er handlet i samsvar med god forretningsskikk. Listen er ikke ment å være uttømmende. Bestemmelsen inneholder en rekke skjønnspregede krav, som i praksis har blitt benyttet som grunnlag for Kredittilsynet til å fastsette nokså detaljerte krav til foretakenes forretningsskikk. Men, som nevnt tidligere, har ikke Kredittilsynet hjemmel til å utforme rettslige standarder for god forretningsskikk. I vurderingen av om tilbydere av garanterte spareprodukter oppfyller kravet til god forretningsskikk, er vphl. § 9-2, 1. ledd nr. 4, 5 og 6 særlig relevante.

Vphl. § 9-2, 1. ledd nr. 4 stiller krav til at tilbyder har kunnskap om kundenes identitet, økonomiske stilling og investeringserfaring. Kravet til kunnskap om investeringserfaring må sees i sammenheng med § 9-2, 2. ledd hvor den konkrete vurderingen av om et foretak har opptrådt i henhold til god forretningsskikk knyttes opp til investorens profesjonalitet. Tilbyders informasjon ved salg av garanterte spareprodukter må derfor tilpasses en forbrukers behov. For garanterte spareprodukter er kravet om at tilbyder skal ha kunnskap om investors økonomiske stilling viktig. Da innløsning før forfall medfører ekstra kostnader, må investorer som ikke har en like lang investeringshorisont som løpetiden eller som lett kan komme i en situasjon hvor de må innløse før forfall, frarådes fra å investere i garanterte produkter. Hvis garanterte spareprodukter med lang løpetid anbefales til investorer med kort investeringshorisont, kan det være i strid med god forretningskikk.

I mange prospekter tilbys lånefinansiering av det garanterte beløpet. Lånefinansiering av investeringer brukes for å øke eksponeringen i det finansielle instrumentet med

begrenset kapital. Dette kan illustreres slik: En investor låner NOK 100 i tre år og setter hele beløpet i en aksjeindeks. Renten på lånet er 5 % slik at investorens rentekostnad, som tilsvarer investert kapital, er NOK 15. Hvis indeksen faller med 20 %, vil investoren til sammen tape NOK 35 og avkastning på investert kapital vil være -133 %. Hvis investeringen ikke hadde vært lånefinansiert, ville avkastningen på investert kapital ha vært -20 %. Hvis indeksen stiger 30 %, vil investoren til sammen tjene NOK 15 og oppnå en avkastning på 200 % på investert kapital. Hvis investeringen ikke hadde vært lånefinansiert, ville avkastningen på investert kapital ha vært 30 %.

Før tilbydere anbefaler lånefinansiert investering i garanterte spareprodukter, må de forsikre seg om at investoren har økonomi til å betjene rentene på lånet i hele løpetiden. Ved innløsning før forfall er det risiko for at investoren får utbetalt mindre enn det garanterte beløpet, slik at utbetalingen ikke dekker nedbetaling av lånet. Ved avtale om lånefinansiering av plassering i garanterte spareprodukter må det derfor stilles særlig strenge krav til at tilbyderne tilegner seg kunnskap om investorens økonomiske stilling.

Vphl. § 9-2, 1. ledd nr. 5 stiller krav til at verdipapirforetak må gi nødvendige opplysninger under forhandlingene med sine kunder. Terskelen for opplysningsplikten må sees i sammenheng kundens investeringserfaring og profesjonalitet, jf. henholdsvis vphl. § 9-2, 1. ledd nr. 4 og 2. ledd. Forbrukere vil trenge mer opplysninger enn profesjonelle investorer, og investorer med investeringserfaring fra samme type produkter vil trenge færre opplysninger enn investorer helt uten investeringserfaring. At opplysningene må være nødvendige, innebærer at de må antas å ha betydning for kundens investeringsbeslutning.

Kravet til opplysningsplikt varierer med typen produkt som selges og er sammenfallende med prinsippet i vphl. § 5-5 om at arten av verdipapiret som tilbys er avgjørende for kravet til opplysninger.⁷¹ Garanterte spareprodukter er kompliserte og kravet til nødvendige opplysninger er derfor mer omfattende enn ved salg av ordinære aksjer på børs. Opplysninger som har betydning for kundens investeringsbeslutning for garanterte spareprodukter, er informasjon om avkastningspotensialet, risiko og kostnader forbundet med selve investeringen og ekstra kostnader som påløper ved innløsning før forfall. Kredittilsynet har i Rundskriv 4/2004⁷² laget eksplisitte retningslinjer for hvilke opplysninger en investor må få for at kravet til nødvendige opplysninger er oppfylt. Hvis retningslinjene ikke er fulgt, medfører det ikke automatisk at kravet om nødvendige opplysninger i vphl. § 9-2, 1. ledd nr. 5 ikke er overholdt. I de fleste tilfellene vil de nødvendige opplysningene finnes i prospektet. Hvis prospektet ikke er tilstrekkelig klart og tydelig eller ikke tilfredsstillende kravet til nødvendige opplysninger, må tilbyder supplere med ytterligere informasjon for å opptre i samsvar med god forretningsskikk. Kredittilsynet er av den oppfatning at utsteders og tilretteleggers provisjon, inkludert eventuelt ”skjult gebyr”, må oppgis for at informasjonskravet i vphl. § 9-2 skal være oppfylt.⁷³ Hvis Kredittilsynets oppfatning legges til grunn, må verdipapirforetak som tilbyr garanterte spareprodukter supplere prospektene med opplysninger om sin provisjon. Sterke grunner taler for å legge

⁷¹ Se punkt 6.1.3 for beskrivelse av kravet til opplysninger i prospekt.

⁷² Se punkt 5 for gjengivelse av kravene til opplysninger i Rundskriv 4/2004.

⁷³ Se Rundskriv 4/2004.

Kredittilsynets syn til grunn. Avkastning bør beregnes og vurderes justert for kostnader. Det er den absolutte avkastningen på investeringen som er interessant for investorene, ikke avkastning før det er tatt hensyn til kostnadene. Kostnadene kan i mange tilfeller ”spise” opp hele avkastningen. For at investorene skal kunne beregne kostnadene forbundet med garanterte spareprodukter, må de ha informasjon om utsteders og tilretteleggers provisjon. Som diskutert i punkt 6.1.3, er det imidlertid tvilsomt om det stilles tilsvarende krav i prospektreglene.

Vphl. § 9-2, 1. ledd nr. 6 stiller krav til at tilbyder bestreber å unngå interessekonflikter, blant annet ved å la kundens interesser gå foran egne interesser. Denne bestemmelsen må sees i sammenheng med hovedbestemmelsen som sier at kundens interesser skal ivaretas på best mulig måte. Hvis en tilbyder anbefaler produkter etter størrelsen på sin egen provisjon og produktet har høyere kostnader enn produkter med tilsvarende risiko og avkastningsprofil, kan det være brudd på nr. 6 og hovedbestemmelsen i vphl. § 9-2.

7.4 Krav på rimelig kurs ved innløsning før forfall

Oppdrag skal utføres til en kurs som ”etter markedets stilling er rimelig”, jf. vphl. § 9-2, 3. ledd. Som nevnt tidligere kan det være vanskelig for investoren å danne seg et bilde av riktig pris ved innløsning eller salg av garanterte spareprodukter før forfall fordi produktene er kompliserte og tilbyder er ofte eneste prisstiller. Det er vanskelig å spesifisere hva som kreves for at en pris skal være rimelig. Begrepet rimelig åpner for en skjønnsmessig vurdering, og det finnes ikke noe klart skille mellom hva som er rimelig og hva som er urimelig. Hvis tilbyder oppnår en god fortjeneste på å innløse

produktet og selge sikringselementene, er det tvilsomt om vilkåret om rimelig pris er oppfylt.

8 Opplysningsplikt om priser og produktpakker, jf.

finansieringsvirksomhetsloven § 2-11

Finansvl. § 2-11 pålegger finansinstitusjonene⁷⁴ å gi kundene opplysninger om priser, provisjoner og renter på sine produkter og tjenester uoppfordret. Finansinstitusjoner som tilbyr standardiserte produkter hvor flere tjenester (delprodukter) er satt sammen, skal også opplyse om de ulike tjenestene kan kjøpes enkeltvis. Dersom tilbyderne selger ett eller flere delprodukter, skal tilbyderne opplyse om hva prisen på disse er dersom de kjøpes enkeltvis.

I 2. ledd gis Kredittilsynet hjemmel til å fastsette nærmere regler om gjennomføringen av opplysningsplikten. Kredittilsynets retningslinjer for opplysningsplikten i Rundskriv 4/2004 vil nok derfor bli særlig vektlagt, selv om de ikke er gitt i forskrift.

8.1 Hensyn

Det er særlig to hensyn bak finansvl. § 2-11 som har betydning i denne sammenhengen; konkurransehensynet og forbrukerhensynet. Uten informasjon om priser og provisjoner vil det være umulig å oppnå et effektivt marked for banktjenester og konkurransen vil

⁷⁴ Se punkt 4.1.1 for oversikt over finansinstitusjoner

svekkes. Det er også viktig at forbrukeren har mulighet til å skaffe seg informasjon som er nødvendig for å kunne sammenlikne pris og kvalitet på forskjellige produkter.

8.2 Opplysninger om pris, provisjon og renter

Det kan stilles spørsmål om begrepet renter i finansvl. § 2-11 er aktuelt for garanterte spareprodukter i det hele tatt. Det avgjørende er om begrepet kan tolkes så vidt at det omfatter avkastning på garanterte spareprodukter, eller om det kun omfatter ordinære renter på innskudd og obligasjoner. Finansvl. er fra 1988, altså fra før det ble introdusert garanterte spareprodukter i det norske markedet. Hensynet til at kundene skal få informasjon om produktene ivaretas hvis rentebegrepet tolkes vidt. Det er derfor mulig at lovgiver hadde brukt et videre begrep, for eksempel ”renter eller annen tilsvarende avkastning”, om man hadde hatt kunnskap om garanterte spareprodukter da loven ble utformet. Kredittilsynet tolker imidlertid begrepet renter i banksikringsloven § 2-10 slik at det ikke omfatter avkastning på BMA-innskudd som ikke er kreditert kontoen⁷⁵. Det er kun innskuddet på det aktuelle tidspunkt som omfattes av sikringsordningen. Av retts tekniske hensyn bør begreper ha samme innhold i alle lover. Innholdet av begrepet renter i finansvl. § 2-11 og banksikringsloven § 2-10 bør derfor være sammenfallende. Samlet sett er det derfor naturlig at Kredittilsynets tolking av begrepet renter i banksikringsloven § 2-10, også får anvendelse på begrepet renter i finansvl. § 2-11. Denne tolkningen av begrepet renter, innebærer at finansvl. § 2-11 ikke inneholder krav til opplysninger om avkastning.

⁷⁵ Se avsnitt 2.2.1

I de fleste tilfeller er det enkelt å gi opplysninger om priser og provisjon på ordinære bankprodukter. For garanterte spareprodukter er situasjonen mer komplisert fordi provisjonen ikke nødvendigvis tilsvarer det som oppgis som tegningsprovisjon eller innløsningsprovisjon. Det kan i tillegg påløpe skjulte provisjoner i form av at utstederne har høyere renteinntekter på det garanterte beløpet enn kostnadene ved sikringsforretningen, såkalt ”skjult gebyr”. Finansvl. § 2-11 skiller ikke mellom direkte identifiserbar provisjon og skjult provisjon. For at bestemmelsen skal være overholdt, bør den totale provisjonen oppgis. Det er ikke omstridt at bestemmelsen stiller krav til at det gis opplysninger om kostnadene forbundet med produktet. Tilbydere av garanterte spareprodukter må også opplyse om ekstrakostnader forbundet med innløsning før forfall.

Kredittilsynet gir i Rundskriv 4/2004 retningslinjer for hvilke opplysninger som tilfredsstiller kravene i finansvl. § 2-11 og vphl. § 9-2. Som sagt ovenfor, vil nok disse retningslinjene bli særlig vektlagt i en vurdering av om finansvl. § 2-11 er overholdt. Et problem er imidlertid at retningslinjene ikke skiller mellom kravene i finansvl § 2-11 og kravene i vphl. § 9-2. De to bestemmelsene er ulike. Det er stor forskjell på begrepet ”nødvendige opplysninger” i vphl § 9-2 og ”opplysninger om renter, provisjoner og andre priser” i finansvl. § 2-11. I følge retningslinjene i rundskrivet skal det opplyses om historisk avkastning på indeksene som brukes og avkastningen på norske statsobligasjoner i samme periode. I tillegg skal det opplyses om hvordan investor kan beregne sin avkastning, hvordan indeksene henger sammen med produktet og hvordan

avkastningsfaktoren er. Det er tvilsomt om tilbydere av garanterte spareprodukter som kun er underlagt finansvl. 2-11 er forpliktet til å oppgi disse opplysningene.⁷⁶

Kredittilsynet presiserer i Rundskriv 4/2004 hvordan pris og provisjon for garanterte spareprodukter skal oppgis. Med pris menes kostnaden for å sikre produktet, dvs. pris på en nullkuponobligasjon og opsjonene som sikrer avkastningen. Med godtgjørelse⁷⁷ menes bruttogodtgjørelse som dekker alt utsteder og mellommann tar av innbetalt beløp, dvs. differansen mellom innbetalt beløp og investert beløp. Følgende eksempel illustrerer hvordan bruttogodtgjørelsen beregnes: En aksjeindeksobligasjon har garantert beløp på NOK 100 med forfall om 1 år. Med rente på 5,26 %, er verdien av en nullkuponobligasjon med utbetaling av NOK 100 om 1 år lik NOK 95. Differansen på NOK 5 tilsvarer rentene utsteder får på innskuddet i perioden. Etableringsgebyret er på NOK 5. Markedsprisen på opsjonene som sikrer avkastningen er på NOK 4. I dette eksempelet blir da

- **Innbetalt beløp = NOK 105:** NOK 100 i innskudd + NOK 5 i etableringsgebyr
 - **Skjult gebyr = NOK 1:** NOK 5 som er forskjellen på det garantert beløpet og verdien av nullkuponobligasjonen – NOK 4 i markedspris på opsjonene
 - **Bruttogodtgjørelse = NOK 6:** NOK 5 i etableringsgebyr + NOK 1 i skjult gebyr.
- Bruttogodtgjørelsen skal oppgis i prosent av den enkelte andel.

⁷⁶ Se diskusjonen overfor om begrepet renter kan tolkes utvidende til omfatte avkastning generelt.

⁷⁷ Kredittilsynet bruker begrepet godtgjørelse i rundskrivet. Godtgjørelse er det samme som provisjon.

- **Investert beløp = NOK 99:** NOK105 i innbetalt beløp – NOK 6 i bruttogodtgjørelse. Dette beløpet tilsvarer prisen for å sikre produktet med en nullkupongobligasjon og opsjoner.

Før tegningstidspunktet kan ikke prisen settes endelig, da prisen for opsjonene og nullkupongobligasjonen ikke er konstant, men varierer i takt med markedsutviklingen. Det tilfredsstiller opplysningsplikten å oppgi en estimert pris frem til tegningstiden er utløpt. Etter dette tidspunktet, må den endelige prisen og bruttogodtgjørelsen oppgis. Ikke alle utstedere sikrer seg med obligasjoner og opsjoner. Hvis utsteder ikke sikrer seg, skal man anvende en estimert nullkupongobligasjon med utgangspunkt i en norsk statsobligasjon og markedspris på opsjonene. Det skal opplyses om at forskjellige utstedere ofte betaler ulik pris på opsjonene avhengig av sin markedsposisjon. Utstedere av garanterte spareprodukter som også er utstedere av opsjoner, vil ikke kunne oppgi sin endelige pris på opsjonen før den er utløpt. Disse skal imidlertid anvende markedsprisen på opsjonene for å beregne bruttogodtgjørelsen.

9 Krav til tilbydernes rådgivning ved inngåelse av avtale om garanterte produkter

9.1 Lojalitetsplikten i avtaleforhold og tilbyders dobbeltrolle som selger og rådgiver

I moderne norsk kontraktsrett er det et generelt vilkår at partene skal opptre lojalt overfor hverandre i alle kontraktens faser, herunder ved avtaleinngåelsen⁷⁸. Kravet om at hver av partene innenfor visse grenser må ta hensyn til den annen part, omtales gjerne som *lojalitetsplikten*⁷⁹. Rettsreglene om lojal opptreden i kontraktsforhold har etter hvert blitt mange og kompliserte, og er hjemlet både på lovfestet grunnlag⁸⁰ og ulovfestet grunnlag⁸¹. En direkte avlegger til lojalitetsplikten er *opplysningsplikten*. Spørsmålet om den ene part (tilbyder) skal pålegges opplysningsplikt aktualiseres når den annen part (akseptant) ikke har fullstendig informasjon om forhold av betydning for kontraktsslutningen⁸².

Problemstillingen er høyst aktuell når tilbyder er en bank eller en annen finansinstitusjon, og akseptanten er privatkunde. Som den mest kunnskapsrike parten vil tilbyder i utgangspunktet være den dominerende part under kontraktsforhandlingene.

⁷⁸ Jf. Rt. 1988 s. 1078

⁷⁹ Se for eksempel Selvig/Hagstrøm, "Kontraktsrett til studiebruk", Oslo 1997, kap. 2.4

⁸⁰ Eksempelvis gyldighetsregelen i Lov om avslutning av avaler, om fullmakt og om ugyldige viljeserklæringer av 31. mai 1918 nr 4 (avtl.) § 33

⁸¹ Antydning i Rt. 1984 s. 28 og Rt. 1988 s. 1078

⁸² Woxholth, "Avtaleinngåelse, ugyldighet og tolkning", Oslo 2001, 4. utg. s 332

Den ubalanserte forhandlingssituasjonen medfører at opplysningsplikten strekkes til også å omfatte plikt til å *veilede og gi råd*. Som regel opptrer derfor finansinstitusjonens representant i egenskap av å være både selger og rådgiver; en dobbeltrolle som nærmest inviterer til problemer. Fundamentalt ligger hele tiden lojalitetsbetraktningene; hvordan skal finansinstitusjonen opptre for å ivareta investorens interesser i tilstrekkelig grad? Problemstillingen er like aktuell i andre land. I Sverige vedtok nasjonalforsamling i 2003 ”Lag om finansiell rådgivning till konsumenter” (i kraft fra 1.juli 2004) nettopp for å sikre privatinvestorenes basiskunnskaper om produktene. Den rettslige situasjonen i Norge er ikke like klar. I rapport av 18. august 2004 fra Kredittilsynet m.fl.: ”Tiltak for å bedre informasjonstilbudet til sluttbrukerne i finansmarkedet”, blir det hevdet at den norske lovreguleringen av problemstillingene rundt slike dobbeltroller er mangelfull.⁸³ I Rundskriv 4/2004 presenteres riktignok retningslinjer for bankenes rådgivning ved salg av garanterte spareprodukter, men Kredittilsynet understreker at retningslinjene ikke har lovs kraft⁸⁴. Høyesterett har i flere saker understreket at profesjonsansvaret i forbindelse med rådgivning i finanssaker er meget strengt⁸⁵ og trekker paralleller til vphl. § 9-2, jf. avhandlingens kap. 7⁸⁶. Nevnte dommer dreier seg imidlertid ikke om garanterte spareprodukter, og har ikke umiddelbar overføringsverdi i herværende sammenheng. I det følgende vil ulike aspekter ved finansinstitusjoners rådgivningsplikt overfor privatkunder som ønsker å investere i garanterte spareprodukter drøftes.

⁸³ Rapportens kapittel 4.2

⁸⁴ Se avhandlingens punkt 5 for mer detaljer om Rundskriv 4/2004

⁸⁵ jf. f. eks. Rt. 2003 s. 400 ”Fearnley Fonds – Sunnfjordtunnelen”

⁸⁶ Se også Rt. 2000 s. 679 ”Investa-saken”

9.2 Bankklagenemndas praksis

Bankklagenemndas avgjørelser er ikke rettslig bindende, men kun rådgivende uttalelser. Bankklagenemnda har, som en følge av det raskt voksende markedet for garanterte spareprodukter, fått befatning med et stadig voksende antall saker vedrørende bankenes rådgivningsplikt ved inngåelse av avtale om plassering i slike produkter. Nemndas fremgangsmåte i slike saker er i de fleste tilfellene ensartet, og de samme vurderingskriterier vektlegges i de ulike avgjørelsene. Grovt kan man dele begrunnelsen i to; først drøftes hvorvidt saksbehandlingsreglene har blitt fulgt, deretter går nemnda inn på spørsmålet om de foretatte plasseringene var tilrådelige eller ikke. Begge ledd i begrunnelsen må sees som del av den underliggende problemstilling; har banken overholdt rådgivningsplikten?⁸⁷ I flere saker påpeker nemnda at brudd på saksbehandlingsreglene og tilrådelighetskriteriet er i strid med reglene om ”god bankskikk” og avtl. § 36⁸⁸. Regelbrudd kan derfor føre til at avtalen anses ugyldig og investoren kan kreve erstatning dersom vilkårene for dette er oppfylt. Fremstillingen vil i fortsettelsen behandle de to hovedspørsmålene hver for seg, slik de har blitt vurdert i Bankklagenemndas uttalelser fra 2003 og 2004⁸⁹.

⁸⁷ I enkelte saker tar imidlertid Bankklagenemnda stilling til bare ett av de to hovedspørsmålene, jf. for eksempel BKN-04134 som kun gjelder saksbehandlingen, og BKN-04108 som går direkte inn på tilrådelighetsvurderingen.

⁸⁸ Se BKN-04088 og BKN-04052

⁸⁹ Siste uttalelse er datert 28. oktober, 2004 – ajourført 21. januar, 2005.

9.2.1 Krav til saksbehandlingen

I den alt overveiende del av uttalelsene går nemnda inn på en vurdering av hvorvidt klager fikk nødvendig tid til overveielser før avtalen om plassering av midlene ble inngått. Kunden skal gis mulighet til å sette seg inn i den skriftlige informasjonen om produktet som må forutsettes tilgjengelig i banken. Kommer nemnda frem til at kunden fikk for liten tid til å områ seg, er bankens saksbehandling mangelfull. Selve investeringsbeslutningen bør derfor som hovedregel ikke fattes i kundens første møte med banken. Det finnes imidlertid flere eksempler på unntak fra hovedregelen hvor andre faktorer er tillagt betydelig vekt. Mer presist kan man si at vurderingen av bankens saksbehandling nødvendiggjør en konkret avveining av en rekke faktorer.

I BKN-03117 investerte den 81-årige klager hele NOK 2.000.000 i aksjefond og strukturerte produkter allerede under det første møte med banken. Nemnda retter sterk kritikk mot den innklagede bank, og bemerker at det må ”særlig ses hen til klagers høye alder, hans manglende erfaring fra aksjemarkedet, samt det betydelige beløpet som ble plassert i en relativt komplisert porteføljesammensetning.” Saksbehandlingen var dermed mangelfull.

At investeringsbeløpet er høyt, kan være utslagsgivende også i de tilfeller hvor kunden faktisk har tidligere erfaring med tilsvarende transaksjoner. I BKN-04088 hadde den 61-årige klager tidligere investert i både aksjeindeksobligasjoner og aksjefond, og ”måtte ha kjennskap til risikoaspektet ved slike plasseringer”. Likevel burde banken ha oppfordret kunden til å tenke seg nærmere om, ”særlig på bakgrunn av størrelsen på beløpet” (NOK 1.025.000). Nemnda kommer imidlertid til en annen konklusjon i BKN-

04001, hvor kunden tidligere hadde investert NOK 100.000 i et annet aksjefond. Denne erfaring, kombinert med at det nye investeringsbeløpet var forholdsvis lavt (NOK 180.000), førte til at kunden ble ansett for å ha fått den nødvendige tid til overveielser – selv om investeringsbeslutningen ble tatt i løpet av den første samtale om temaet. At kundens alder også her er relativt høy (66 år), indikerer at alderskriteriet ikke kan vektlegges reservasjonsløst.

Videre legges det i enkelte saker vekt på hvem av partene som har tatt initiativet til det første møtet. Vanligvis er det banken som tar kontakt med kunden, som ledd i den alminnelige markedsføring av bankens produkter. Nemnda uttaler i denne sammenheng at ”bankene bør være noe tilbakeholdne med å ta kontakt med kundene pr telefon i salgs- og markedsføringsøyemed av denne type finansielle produkter som innebærer store investeringer, da dette lett kan fremstå som pågående”⁹⁰. I BKN-03044 var det derimot kunden som kontaktet banken først, i den hensikt å forhøre seg om ”mulighetene for å få en bedre forrentning av sitt innskudd”. Kunden hadde i tillegg tidligere erfaring fra aksjemarkedet, og resultatet gikk i bankens favør selv om avtalen ble inngått under det første møtet.

Bankklagenemnda har også trukket opp retningslinjer i forhold til den skriftlige informasjonen som foreligger fra bankens side. I BKN-03149 ble bankens skriftlige informasjon ikke ansett som god nok; produktet fremstilles i brev til kunden som fullstendig fritatt for risiko og presenteres i formuleringer som eksempelvis ”Du kan ...

⁹⁰ BKN-04085, se også BKN-04050

aldri tape penger”. Brevet gir derfor etter nemndas vurdering ”en misvisende beskrivelse av produktet”, og saksbehandlingen var mangelfull i den konkrete sammenheng. Også i BKN-04053 går nemnda grundig inn på ordlyden i det fremlagte prospekt, hvor det sentrale spørsmålet er hvorvidt opplysningene gitt i prospektet er tilstrekkelig klare for kunden. I en generell uttalelse bemerker nemnda at bankene i sin rådgivning ved salg av aksjeindeksobligasjoner ”bør tydeliggjøre overfor kunden at overkurs og tegningsomkostninger ikke faller inn under det garanterte beløp”.

Tilsvarende argumenter fremgår av BKN-04094 hvor kunden påklaget at et forvaltningshonorar på 1,5 % p.a. ble trukket fra bankens utbetaling etter forfall av aksjeindeksobligasjonen. Nemnda kritiserer tittelen på avtalen som lød ”Avtale om aktiv forvaltning”; en tittel som etter nemndas vurdering ”må sies å være noe uheldig og forvirrende”. Klager fikk imidlertid ikke medhold idet informasjon om forvaltningshonoraret forelå i en brosjyre som var tilgjengelig for klager på plasseringstidspunktet.

9.2.2 Krav om at plasseringene er tilrådelige

Også når Bankklagenemnda skal ta stilling til om banken har ført kunden inn i en investering som er utilrådelig, foretas en konkret vurdering og avveining av flere momenter. I BKN-04001 påpeker nemnda ettertrykkelig at en helhetsvurdering må legges til grunn.

Et godt eksempel på denne helhetsvurderingen gis i BKN-04088. Her uttaler nemnda at ”rådgivningssamtalen skal avdekke blant annet kundens investeringshorisont, likvide

midler og økonomiske behov de påfølgende år”⁹¹. Anbefalt tidshorisont for plassering i aksjemarkedet er vanligvis ca fem år eller mer. Klager hevdet at hun hadde opplyst banken om at hun sannsynligvis hadde behov for få tilbake de investerte midler allerede etter ca to år til kjøp av leilighet, og at plasseringen derfor var utilrådelig. Nemnda fant det ikke godtgjort at den korte investeringshorisonten var kjent av banken. I tillegg hadde den 61-årige kunden fremdeles over NOK 800.000 inntestående i bank, med andre ord tilsa ikke kundens økonomiske situasjon at plasseringen var utilrådelig. Klager fikk derfor ikke medhold.

Alder kan i visse tilfeller fortelle noe om investeringshorisonten, jf. for eksempel BKN-04028. Her var kunden 56 år gammel ved avtaleinngåelsen, og kunne indikere ”en viss langsiktighet ved sine investeringer”. Det er likevel ikke slik at høy alder med nødvendighet tilsier en kort investeringshorisont, jf. BKN-04085. I sistnevnte sak ville kunden være 90 år gammel ved forfallstid, men nemnda fremholder at høy alder isolert sett ikke er ”tilstrekkelig for at investeringen kan anses utilrådelig”. Igjen demonstrerer nemnda dermed at det er en helhetsvurdering som foretas. Nemnda viser til at plasseringen ikke nødvendigvis ble gjort med tanke på avkastning, samtidig som at de aktuelle klagerne var ”relativt formuende”.

Videre er det av betydning at garanterte spareprodukter som utgangspunkt representerer en forholdsvis lav risiko; noe av poenget er jo at produktene setter et ”gulv” for negativ avkastning dersom bindingstiden overholdes. Forholdet trekkes frem som ledd i

⁹¹ Tilsvarende i BKN-04050

tilrådelighetsvurderingen i bl.a. BKN-03149 og BKN-03045. Men dersom plasseringen er lånefinansiert, kan risikospørsmålet stille seg annerledes siden investoren da i tillegg får rentekostnader, jf. BKN-04131 og BKN-04050. Avgjørende for denne vurderingen blir derfor forholdet mellom rentekostnadene på lånet og den eventuelle avkastningen plasseringen gir.

I spesielle saker antas banken å ha en særlig aktsomhetsplikt under rådgivningen av kunden. I BKN-04108 var kunden 100 % uføretrygdet som følge av en motorsykkelulykke, hvilket banken var kjent med. Banken la til grunn for kredittvurderingen av kunden at årsinntekten var over NOK 600.000. Nemnda påpeker imidlertid at NOK 450.000 av nevnte beløp utgjorde en ekstraordinær inntekt (i hovedsak forsikringsutbetalinger) som ikke burde vært medregnet i kredittvurderingen. Kredittvurderingen av kunden ble dermed funnet uforsvarlig, og banken hadde handlet i strid med ”god bankskikk”.

I tilfeller hvor banken har sviktet i sin rådgivning, kan kunden i enkelte tilfeller pålegges et medansvar for det økonomiske tapet som banken skal kompensere dersom kunden gjennom sine disposisjoner har bidratt til å skape det økonomiske tapet. Tilfeller hvor kunden har medvirket til det økonomiske tapet vil rammes av skadeerstatningsloven § 5-1. Erstatningskravet vil da reduseres skjønnsmessig, jf. for eksempel BKN-04131 og BKN-03117.

9.3 Har Bankklagenemndas praksis overføringsverdi?

Bankklagenemnda kan behandle alle rettstvister som vedrører privatpersoners kontraktsforhold med en bank, finansieringsselskap, kredittforetak, fondsforvaltningsselskap eller utenlandsk kreditt- eller finansinstitusjon som tilbyr tilsvarende tjenester til forbrukere i Norge. I sakene nevnt i punkt 9.2, er det banker som har vært innklaget for nemnda og et viktig moment i nemndas vurdering har vært om banken har fulgt ”god bankskikk”. Andre tilbydere av garanterte spareprodukter er ikke forpliktet til å opptre i samsvar med ”god bankskikk”. Hovedhensynet bak bestemmelsene for garanterte spareprodukter i finanslovgivningen er investorbeskyttelse. Investorbeskyttelse er også hovedbegrunnelsen bak bankenes rådgivningsplikt. Det kan derfor virke naturlig å benytte nemndas retningslinjer for bankenes rådgivningsplikt for alle tilbydere av garanterte spareprodukter. Kravene til god forretningsskikk i vphl. § 9-2 er likeartet med nemndas retningslinjer for bankenes rådgivningsplikt og god bankskikk. Bankklagenemndas praksis vil derfor ha overføringsverdi ved tolking av de skjønnspregede kravene i vphl. § 9-2, slik at den blir relevant for tilbydere som er verdipapirforetak. Det er imidlertid usikkert hvilken rådgivningsplikt tilbydere som ikke er banker eller verdipapirforetak har. Hensynet til et homogent og forutsigbart regelverk tilsier at også slike aktører bør følge retningslinjene i bankklagenemndas praksis.

10 Informasjonskrav ved omsetning av garanterte spareprodukter i annenhåndsmarkedet

Ved omsetning av garanterte spareprodukter i annenhåndsmarkedet må finansinstitusjoner og verdipapirforetak oppfylle informasjonsplikten som følger av finansvl. § 2-11 og vphl. § 9-2.⁹² Det har ingen betydning for informasjonskravet om det regnes for førstegangs salg eller annenhåndsomsetning at en formidler selger garanterte spareprodukter utstedt av et annet foretak. Den nødvendige informasjonen finnes som regel i prospektet, markedsføringsmaterialet og i eventuelle dokumenter eller skriv som supplerer prisinformasjonen gitt prospektet ved utløpet av tegningperioden. Aktører i annenhåndsmarkedet som omfattes av vphl. og finansvl., må vurdere om informasjonen fortsatt er oppdatert og relevant eller om den må suppleres med ny informasjon for å oppfylle informasjonsplikten i vphl. og finansvl. Problemstillingen er imidlertid lite praktisk da annenhåndsomsetningen av garanterte spareprodukter er begrenset.

For aktører som ikke omfattes av vphl. eller finansvl., er det ingen informasjonskrav knyttet til omsetning av garanterte spareprodukter i annenhåndsmarkedet.

I noen tilfeller kan reglene for informasjonskrav ved annenhåndsomsetning av garanterte spareprodukter virke upraktiske. Følgende eksempel illustrerer dette. Et verdipapirforetak kjøper et garantert spareprodukt i annenhåndsmarkedet som det ikke selv har utstedt/solgt fra en investor som ikke er underlagt vphl. eller finansvl. Deretter selger verdipapirforetaket det garanterte spareproduktet videre til en ny investor.

⁹² Se punkt 7 og 8 i denne avhandlingen

Verdipapirforetaket vil da være underlagt informasjonskravet i vphl. ved salget til den nye investoren, selv om de aldri selv har hatt krav på denne informasjonen.

11 Bør reglene for garanterte spareprodukter samles og systematiseres?

11.1 Bør garanterte spareprodukter reguleres eksplisitt?

Det er i all hovedsak forbrukere som kjøper garanterte spareprodukter. Som påpekt tidligere, er garanterte spareprodukter annerledes og mer komplisert enn ordinære spareprodukter som bankinnskudd og verdipapirfond. Kombinasjonen av kompliserte produkter og forbrukere som investorer, gjør at behovet for investorbeskyttelse er ekstra stort ved salg av garanterte spareprodukter. Behovet forsterkes ytterligere av at produktene har løpetid og det påløper ekstra omkostninger hvis de innløses eller selges før forfall. Når i tillegg annenhåndsmarkedet er lite effektivt med tilbyder som eneste prisstiller, er behovet for ekstra god investorbeskyttelse åpenbart.

Produktene kan fremstå bedre enn de er idet det er vanskelig for investoren å evaluere potensiell avkastning knyttet til de finansielle instrumentene produktet er satt sammen av. Forbrukere er også mindre trenet enn profesjonelle investorer til å ta med alternativkostnadene når de vurderer produktet. Forbrukere har en tendens til å glemme at de ikke får renter på den investerte kapitalen i perioden.

Det er i utgangspunktet en ubalanse mellom tilbydere av garanterte spareprodukter og investorene. Tilbyder er profesjonell og har full kontroll med kostnadene og risikoen

forbundet med produktet. Tilbyder får provisjon på salget av produktet uavhengig av om investoren oppnår positiv avkastning. For utstedere er de garanterte spareproduktene også en finansieringskilde. Investoren derimot har ingen garantier for positiv avkastning og har på grunn av den kompliserte strukturen på produktene, dårlig forutsetning for å virkelig forstå hvilke kostnader, risiko og avkastningspotensiale investeringen innebærer for ham.

Gjeldende regulering er spredt i forskjellige lover og er dermed lite oversiktlig. I tillegg er det urettferdig og lite forutsigbart at reglene varierer med hva slags type foretak tilbyderen representerer. Noen utstedere er ikke underlagt annen direkte lovgivning enn prospektreglene⁹³, mens verdipapirforetak i tillegg må opptre i samsvar med god forretningsskikk, jf. vphl. § 9-2, og finansinstitusjoner må gi opplysninger om priser og provisjoner, jf. finansvl. § 2-11. De mange unntakene i prospektreglene, gjør at tilbydere som utsteder produkter som omfattes av disse og ikke er underlagt vphl. eller finansvl., ikke har noen lovpålagt opplysningsplikt. Opplysnings- og rådgivningsplikten som følger av prospektreglene i vphl. kap 5, vphl. § 9-2 og finansvl. § 2-11 er også forskjellig, slik at reglene ikke er sammenfallende for finansinstitusjoner, verdipapirforetak og andre tilbydere.

Siden investorene er forbrukere, er det særlig uheldig at dagens regler er spredt i forskjellige lover og at reglene som gjelder for en tilbyder ikke nødvendigvis gjelder for en annen tilbyder. En forbruker vil ha vanskelig for å forstå at to forskjellige tilbydere

⁹³ Se punkt 6 for mer informasjon om prospektreglene.

av et likeartet eller til og med identisk produkt, er underlagt forskjellig opplysnings- og rådgivningsplikt.

For tilbyderne er det urettferdig at de ikke opererer i et marked med like rammevilkår.

Samlet sett synes det fornuftig å samle og systematisere reglene for garanterte spareprodukter. Reglene bør også harmoniseres for alle typer tilbydere.

11.2 Hvordan bør endringen gjennomføres?

Det finnes flere muligheter til å gjennomføre endringen av reglene for garanterte spareprodukter. Tre alternativer fremstår som mest praktisk:

1. En egen lov
2. Et eget kapittel i finansvl.
3. Et eget kapittel i vphl.

Alternativene har sine fordeler og ulemper. En egen lov vil være mer synlig enn et kapittel i en annen lov og gjør det lettere for forbrukerne å finne frem til relevant lovgivning på området. Å lage en helt ny lov innebærer mer arbeid enn å utarbeide et nytt kapittel i en eksisterende lov. Lovgiver valgte å utarbeide en ny lov da regulering av spareproduktet verdipapirfond ble gjennomført i 1981 i vpfl.

Å lage et nytt kapittel i finansvl. er mindre omfattende enn å lage en ny lov. Det kan være fornuftig å legge kapittelet i denne loven fordi de fleste utstederne av garanterte spareprodukter er finansinstitusjoner. Men siden å selge og formidle garanterte spareprodukter ikke er finansieringsvirksomhet, jf. finansvl. § 1-2, kan det være

misvisende å regulere nevnte produkter i denne loven. Finansvl. får i dag kun anvendelse for tilbydere som er finansinstitusjoner. Et av de viktigste argumentene for ny regulering er imidlertid at alle typer tilbydere bør være underlagt like regler. Det virker lite oversiktlig å ta inn bestemmelser for andre typer foretak enn finansinstitusjoner i finansvl. Samlet synes argumentene mot å gjennomføre reguleringen i finansvl. å veie tyngst.

Å lage et nytt kapittel i vphl. krever færre ressurser enn å lage en ny lov. Garanterte spareprodukter er finansielle instrumenter, jf. vphl § 1-2, 3. ledd nr. 2 og det virker fornuftig at handel i disse reguleres i samme lov som handel i andre finansielle instrumenter. Det er viktig at den nye reguleringen får anvendelse for alle typer tilbydere. Problemstillingen med flere typer av tilbydere er allerede løst i prospektreglene i vphl. kapittel 5 ved at disse bestemmelsene er uavhengig av hvem som utsteder produktet. I motsetning til finansvl. som kun omfatter finansinstitusjoner, inneholder vphl. i dag regler som får anvendelse på andre foretak enn verdipapirforetak.

Alternativet med egen lov eller alternativet med eget kapittel i vphl. fremstår som de mest hensiktsmessige alternativene. Disse alternativene tar best vare på det grunnleggende hensynet bak behovet for reguleringen; investorbeskyttelse. En ny lov eller et nytt kapittel i vphl. bør i tillegg suppleres med en forskrift som inneholder presise krav til opplysninger som må oppgis i prospektene til garanterte spareprodukter.

11.3 Hva bør reglene inneholde?

Reglene må omfatte alle som utsteder, selger, formidler eller tilrettelegger garanterte spareprodukter i det norske markedet.

Alle tilbyderne bør underlegges en generalklausul om god forretningsskikk tilsvarende vphl. § 9-2. Spesielt viktig er det at denne bestemmelsen sikrer at investorene får en rimelig pris ved innløsning/salg av produktene før forfall. Ved vurdering av hva som er rimelig pris, bør det legges begrenset vekt på den svake likviditeten i annenhåndsmarkedet. Tilbyderen bør ikke få rabatt på innløsnings- eller tilbakekjøpsprisen som kompensasjon for dårlig likviditet i de tilfellene investoren må betale ekstra innløsningskostnader som dekker tilbyderens kostnader ved avvikling av produktet. Tilbyder vil da sitte igjen med ekstra gevinst fordi produktet innløses før forfall.

Hovedreglene for informasjon som skal oppgis i prospektene bør finnes i bestemmelsene i loven. Mer detaljerte krav til innholdet i prospektene bør spesifiseres i en forskrift for at loven ikke skal bli for omfattende og uoversiktlig. Rundskriv 4/2004 er et godt utgangspunkt for forskriften. Forskriften må utformes slik at den er dynamisk i forhold til at produktene er i stadig utvikling. Det viktigste er krav om informasjon om kostnader, herunder informasjon om utstедers og tilretteleggers provisjon, risiko og mulighet for avkastning. Etter gjennomgang av flere prospekter, synes det som om kostnadene som påløper ved innløsning før forfall og da spesielt beskrivelse av hvordan kjøpsprisen beregnes, gjennomgående er lite tilfredsstillende beskrevet. For

løpetidsprodukter som garanterte spareprodukter, er det særlig viktig at disse kostnadene beskrives på en klar og tydelig måte i prospektene.

12 Litteraturliste

12.1 Lovregister

Lov om avslutning av avtaler, om fullmakt og om ugyldige viljeserklæringer av 31. mai 1918 nr 4 (avtaleloven – avtl)

§ 33

§ 36

Lov om sparebanker av 24. mai 1961 nr 1 (sparebankloven – spbl)

§ 22

Lov om forretningsbanker av 24. mai 1961 nr 2 (forretningsbankloven – fbl)

§ 20

Lov om verdipapirfond av 12. juni 1981 nr 52 (verdipapirfondloven – vpfl)

Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner av 10. juni 1988 nr 40 (finansieringsvirksomhetsloven – finansvl)

§ 1-2

§ 1-3

§ 1-4

§ 1-5

§ 2-11

§ 2-12a

§ 2-25

§ 2-37

§ 3-1

Lov om sikringsordning for banker og offentlig administrasjon m.v. av

finansinstitusjoner av 6. desember 1996 nr 75 (banksikringsloven)

§ 2-1

§ 2-2

§ 2-5

§ 2-10

Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr 79 (verdipapirhandelloven - vphl)

§ 1-1

§ 1-2

§ 1-3

§ 2-5

§ 5-1

§ 5-2

§ 5-3

§ 5-4

§ 5-5

§ 7-1

§ 7-2

§ 7-7

§ 7-8

§ 7-9

§ 9-2

Lov om finansavtaler og finansoppdrag av 25. juni 1999 nr 46 (finansavtaleloven - finansavtl)

§ 2

Lov om børsvirksomhet m.m av 17. november 2000 nr 80 (børsloven - børsI)

§ 5-6

§ 6-7

Lov om forbrukerkjøp av 21. juni 2002 nr 34 (forbrukerkjøpsloven)

§ 1

12.2 Forskrifter

”Forskrift om krav til opplysninger i prospekt ved offentlig tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer” av 7. november 1997 nr 1151 (prospektforskriften)

”Børsforskrift” av 17. januar 1994 nr 30 (børsforskriften)

”Forskrift om registrering som profesjonell investor” av 15. desember 1997 nr 1306

12.3 Direktiver fra EU

Council Directive 89/298/EEC of 17 April 1989 coordinating the requirements for the drawing-up, scrutiny and distribution of the prospectus to be published when transferable securities are offered to the public (Prospektdirektivet 89/298)

Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field (ISD 93/22)

Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities (Børsdirektivet 01/34)

Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC (Prospektdirektivet 03/71)

Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC (ISD II 04/39)

12.4 Rundskriv fra Kredittilsynet

Rundskriv 4/2005: Informasjon ved salg av sammensatte produkter, herunder aksjeindekserte obligasjoner og innskudd

Rundskriv 7/2005: Videreformidling av ordre – presisering av verdipapirforetaks ansvar

12.5 Forarbeider

NOU 1995: 1 Investeringsforetak

NOU 1996: 2 Verdipapirhandel

Ot.prp. nr. 29 (1996-97) Om lov om verdipapirhandel

12.6 Rettspraksis

Rt. 1984 s. 28

Rt. 1988 s. 1078

Rt. 2000 s. 679 ”Investa-saken”

Rt. 2003 s. 400 ”Fearnley Fonds – Sunnfjordtunnelen”

12.7 Praksis fra bankklagenemnda

BKN-04001

BKN-04028

BKN-04049

BKN-04050

BKN-04052

BKN-04053

BKN-04085

BKN-04088

BKN-04108

BKN-04131

BKN-04134

BKN-03044

BKN-03045

BKN-03117

BKN-03149

12.8 Juridisk litteratur

Bechmann, Bergo, Bjørnsen, Sæhle og Tøgaard Trøbråten. *Verdipapirhandelloven Kommentartutgave*. Oslo, 2002

Woxholth, Geir. *Avtaleinngåelse, ugyldighet og tolkning*. 4. utg. Oslo, 2001

Peter Hammerich og Leif Tore Rønning. *Regler om "god forretningsskikk" ved tilrettelegging av emisjoner og ved aktiv forvaltning*. Tidsskrift for forretningsjus 1997 nr 1 s. 119-142

Viggo Hagstrøm og Erling Selvig. *Kontraktsrett til studiebruk*. Oslo, 1997

Gyldendal Rettsdata. *Norsk Lovkommentar*. Studentutgave 2004

12.9 Annen litteratur

John Rune Hofsdal og Baljinder Singh Rihel. *Siviløkonomutredning ved Høyskolen i Kristiansand* 2004

Kristine Andenæs Axelsen og Ketil Johan Rakkestad. *Garanterte investeringsprodukter*. Penger og Kreditt 1/00.

12.10 Andre kilder

Rapport av 18. august 2004 fra Kredittilsynet m.fl.: "Tiltak for å bedre informasjonstilbudet til sluttbrukerne i finansmarkedet"

”Forslag til nye regler om prospekt ved offentlige tilbud om tegning og kjøp av omsettelige verdipapirer og ved opptak til notering av disse på børs eller autorisert markedsplass” avgitt av arbeidsgruppe nedsatt av Kredittilsynet, 1. juni 2004

Norges Bank, www.norgesbank.no

Norske Finansanalytikers Forening (NFF). *Hva er en aksjeindeksobligasjon?*
www.finansanalytiker.no

Verdipapirfondenes Forening, www.vff.no

Norsk Tillitsmann ASA, www.norsktillit.no

Kredittilsynet, www.kredittilsynet.no

13 Tabeller og figurer

NÅVERDI AV 3- OG 5-ÅRS NULLKUPONGOBLIGASJON MED NOK 100 TIL UBETALING VED FORFALL	14
UTVIKLING I BMA FRA JUNI 2001 TIL JULI 2004	25
NETTO TEGNING I VERDIPAPIRFOND FRA 2000 TIL 2004	26
OBX INDEKSEN OG 3-MND STATSOBLIGASJON FRA 1. JAN. 2000 TIL 23. SEPT. 2004	28
OVERSIKT OVER AKTØRENE I MARKEDET FOR GARANTERTE SPAREPRODUKTER	30
OVERSIKT OVER FINANSINSTITUSJONER SOM KAN TILBY GARANTERTE SPAREPRODUKTER	33